



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

FRANCIELLE CERQUEIRA DE OLIVEIRA

A HIERARQUIA MONETÁRIA E A FINANCEIRIZAÇÃO:
Restrições de acesso latino-americano e caribenho ao capital internacional

São Cristóvão
2021

FRANCIELLE CERQUEIRA DE OLIVEIRA

A HIERARQUIA MONETÁRIA E A FINANCEIRIZAÇÃO:
Restrições de acesso latino-americano e caribenho ao capital internacional

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Relações Internacionais como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Me. Corival Alves do Carmo

São Cristóvão
2021

TERMO DE APROVAÇÃO

FRANCIELLE CERQUEIRA DE OLIVEIRA

A HIERARQUIA MONETÁRIA E A FINANCEIRIZAÇÃO:
Restrições de acesso latino-americano e caribenho ao capital internacional

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Relações Internacionais da Universidade Federal de Sergipe como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Relações Internacionais.

Banca Examinadora:

Prof. Me. Corival Alves do Carmo – orientador

Prof. Dr. Edson Tomaz de Aquino

Prof. Dr. Rodrigo Barros de Albuquerque

São Cristóvão - 9 de fevereiro de 2021

AGRADECIMENTOS

Em vista das dificuldades interpostas à execução deste trabalho, expresso a minha sincera gratidão ao corpo docente do departamento de Relações Internacionais da Universidade Federal de Sergipe por ter aprovado o adiamento do prazo limite de minha graduação. E, estendo, com o mesmo apreço, ao coordenador do departamento, Prof. Me. Corival Alves do Carmo, por ter cumprido, com disposição e resignação, o compromisso de orientação deste trabalho, mesmo após tantos adiamentos. As correções sugeridas, especialmente, em relação à organização e estruturação do texto, se mostrarão ainda mais úteis, em meus estudos futuros. Também agradeço aos amigos, que foram ouvidos para as queixas e entusiastas da execução deste trabalho. E, por fim, à minha família que foi o suporte material e emocional necessário, em meio aos contratempos. Em alguma medida, todos contribuíram para a finalização deste trabalho, ainda que não estejam conscientes a respeito disso.

RESUMO

Este trabalho avalia o impacto da financeirização global na capacidade das economias emissoras de moedas periféricas de ter acesso ao capital internacional, tendo em vista que a hierarquia monetária estabelece uma condição assimétrica de inserção dos países centrais e dos países periféricos no mercado de capitais. Para isso, faz uma análise qualitativa de estudo de caso do crescimento do mercado de títulos corporativos não-financeiro da América Latina e Caribe, no contexto do pós-crise de 2007-09, quando a política monetária dos EUA e a desalavancagem bancária induziram o fluxo de capitais de curto prazo para a região. Desta forma, o fenômeno observado corrobora com a crítica heterodoxa de que a hierarquia monetária, no contexto da globalização, reforça o caráter especulativo dos fluxos em direção aos países periféricos.

Palavras-chave: financiamento latino-americano; dívida corporativa; fluxo de capitais; divisas.

ABSTRACT

This final paper assesses the impact of global financialization on the ability of peripheral currency-issuing economies to access international capital, given that the monetary hierarchy establishes an asymmetric condition for the insertion of central and peripheral countries in the capital market. For this, it makes a qualitative analysis of a case study of the growth of the non-financial corporate securities market in Latin America and the Caribbean, in the context of the 2007-09 post-crisis, when the US monetary policy and the bank deleveraging induced the short-term capital flow to the region. In this way, the observed phenomenon corroborates the heterodox criticism that the monetary hierarchy, in the context of globalization, reinforces the speculative character of flows towards peripheral countries.

Key Words: Latin American financing; corporate debt; capital flows; foreign exchange.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Fluxograma do mercado de títulos de dívida | 24 |
| Figura 2 – Volume bruto de emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 1972 e 2007, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor..... | 29 |
| Figura 3 – Divisão monetária das emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América latina e caribe no mercado internacional entre 1972 e 2008, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor..... | 33 |
| Figura 4 – Taxa de desemprego dos EUA entre 2000 e 2018, valores mensais..... | 35 |
| Figura 5 – Taxa Efetiva dos Fundos Federais dos EUA entre 2000 e 2018, média mensal | 36 |
| Figura 6 – Volume bruto de emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 2007 e 2018, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor..... | 38 |
| Figura 7 – Comparativo da taxa real de crescimento do PIB da América Latina e Caribe, dos mercados emergentes e das economias avançadas entre 1980 e 2020 | 38 |
| Figura 8 – Reivindicações bancárias transfronteiriças (global) contra o setor privado não-financeiro entre 2000 e 2018, crescimento (%) em relação ao ano anterior, dados trimestrais | 40 |
| Figura 9 – Reivindicações bancárias transfronteiriças contra o setor privado não-financeiro da América latina e Caribe entre 2000 e 2018, crescimento (%) em relação ao ano anterior, dados trimestrais | 42 |
| Figura 10 – Fontes externas de crédito para o setor privado não-financeiro das economias de mercado emergente entre 2000 e 2018 | 43 |
| Figura 11 – Divisão monetária das emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América latina e Caribe no mercado internacional entre 2007 e 2018, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor..... | 44 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO | 8 |
| | |
| 1 A HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL E SEUS EFEITOS SISTÊMICOS | 10 |
| 1.1 A ASSIMETRIA MONETÁRIA INTERNACIONAL E O DÓLAR | 10 |
| 1.1.1 A Hierarquia Monetária Internacional..... | 10 |
| 1.1.2 O Mecanismo da Taxa de Juros Americana..... | 16 |
| 1.2 A FINANCEIRIZAÇÃO | 19 |
| 1.2.1 Psicologia de Mercado | 20 |
| 1.2.2 A Financeirização e o Reforço da Hierarquia | 23 |
| | |
| 2 O MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS NO FINANCIAMENTO LATINO-AMERICANO | 24 |
| 2.1 EVOLUÇÃO DAS FONTES EXTERNAS DE FINANCIAMENTO 1950 – 1990 | 25 |
| 2.2 O MERCADO EMERGENTE LATINO-AMERICANO 1990 – 2007 | 28 |
| 2.2.1 Oportunidades e Desafios | 30 |
| | |
| 3 DESLOCAMENTOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA LATINA E CARIBE APÓS A CRISE DE 2007-09 | 34 |
| 3.1 CONDICIONANTES SISTÊMICOS DO PÓS-CRISE | 34 |
| 3.2 NOVA FASE DO MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVO LATINO-AMERICANO E CARIBENHO 2008 – 2014 | 37 |
| 3.3 A DESINTERMEDIAÇÃO BANCÁRIA INTERNACIONAL | 39 |
| 3.3.1 A Desintermediação Bancária no caso Latino-americano e Caribenho | 41 |
| 3.4 O FIM DO QUANTITATIVE EASING E O MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS LATINO-AMERICANO E CARIBENHO 2014 – 2018 | 43 |
| 3.5 OBSERVAÇÕES..... | 45 |
| 3.5.1 Inserção periférica | 46 |
| | |
| CONCLUSÃO..... | 49 |

INTRODUÇÃO

A assimetria monetária no SMFI é o reflexo da assimetria de poder entre os países no âmbito das relações econômicas internacionais. As moedas preteridas pelos agentes econômicos são aquelas emitidas pelos países menos desenvolvidos, enquanto aquelas que são amplamente utilizadas nas transações comerciais e financeiras são emitidas pelas economias mais desenvolvidas. Esta desigualdade se torna um fator estrutural que afeta a capacidade dos Estados de atrair investimentos e as suas condições de acesso ao crédito.

Por isso, os países latino-americanos e caribenhos, como emissores de moedas periféricas, têm dificuldade de financiar o seu desenvolvimento econômico, não apenas em razão da pouca disposição dos credores internacionais de investir em economias mais pobres, mas sobretudo, pela imposição do endividamento em dólar e em moedas secundárias como a libra, o euro, o franco. Historicamente, isto os sujeitou ao risco de desvalorização monetária e de incapacidade de pagamento, assim como à necessidade de manter altas reservas em moeda estrangeira.

Contudo, a guinada no desenvolvimento do mercado financeiro internacional, desde a década de 1980, ampliou o volume de transações internacionais e o escopo dos movimentos de capitais através das fronteiras, se constituindo em um novo canal de intermediação financeira para as economias periféricas. Nesse contexto, a inserção periférica no mercado internacional pode ser vista como o processo benéfico de assimilação de uma forma superior de captação e gestão da riqueza.

No entanto, no sistema financeiro, a criação de riqueza dissociada da produção real, e a volatilidade introduzida pela especulação, faz com que o dólar e as moedas secundárias se tornem cada vez mais necessárias como parâmetro de segurança para os investidores. Como resultado, as economias emissoras de moedas fracas, recebem entradas de capitais externos de forma transitória, já que ao sinal de incerteza, retornam para a segurança dos títulos denominados em dólar e outras moedas secundárias. E, também, quando os juros estadunidenses se elevam.

Por isso este trabalho se presta à análise da hipótese de que a financeirização ampliou a relação assimétrica entre os países emissores de moedas centrais e os emissores de moedas periféricas, através do mecanismo da taxa de juros americana sobre os deslocamentos globais de capital. Nesse sentido, as dificuldades de financiamento da América Latina e Caribe subsistem, apesar da sua inserção no mercado internacional de capitais.

A fim de verificar esta hipótese, este trabalho se detém na análise do crescimento do mercado de títulos corporativo não-financeiro¹ latino-americano e caribenho², no contexto do pós-crise de 2007-09, quando foram implementados a política de relaxamento monetário dos Estados Unidos (EUA), entre 2009 e 2014, e o novo acordo de Basileia III.

O aumento das emissões de títulos corporativos não financeiros, têm pouca importância quando visto isoladamente, mas, o seu desenvolvimento, reúne os três pontos deste recorte analítico: a política monetária dos EUA, a financeirização e o financiamento da atividade privada, sendo um indicativo das condições de financiamento externo do setor privado latino-americano na “Nova Economia”.

Dividido em três partes, este trabalho, em seu primeiro capítulo, caracteriza a hierarquia monetária internacional e a financeirização como os dois condicionantes sistêmicos que afetam o financiamento internacional e os deslocamentos de capitais, tendo como elemento central a proeminência do dólar na atividade especulativa dos mercados financeiros internacionais. Já no segundo capítulo, a análise se volta para o espectro regional, em que se avalia o impacto dos fatores sistêmicos na América Latina e Caribe, tendo em vista o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, a partir da década de 1990, como nova fonte externa de financiamento. Finalmente, no capítulo 3, é feita a análise do desempenho do mercado regional de títulos corporativos após a crise de 2007-09, durante o período de relaxamento monetário dos EUA, e de desalavancagem bancária, se detendo nos períodos de instabilidade do volume de emissões e dos fatores que os encadearam.

¹Para facilitar a compreensão do leitor, se optou pela denominação genérica “títulos de dívida corporativo não financeiro” para designar aqueles emitidos especificamente pelo setor empresarial. Mas, é comum que sejam referidos na literatura como “corporates”, “debêntures” e “bônus”. No caso dos bônus, se trata dos títulos de longo prazo de maturidade, mas, como a maioria das emissões neste mercado são deste tipo, é comum que seja referido como mercado de bônus.

²A América Latina e o Caribe estão agrupados em um só mercado, pois assim os reconhece as organizações internacionais de crédito e os participantes de mercado, inclusive na disposição dos dados estatísticos, por considera-los em patamar similar de desenvolvimento de mercado e de acesso ao crédito. Isto não significa que constituam um grupo homogêneo, sobretudo, em relação ao PIB e ao grau de abertura ao capital internacional. Mas, como este trabalho pretende esboçar o panorama regional de acesso ao crédito, tendo em vista o caráter estrutural dos fatores sistêmicos, o uso de dados agregados é adequado. No entanto, se reconhece que o crescimento das emissões no mercado regional pode ser induzido pelo viés do fluxo de entrada de capitais para alguns países. Além disso, há de se considerar que o aumento ou a redução do fluxo de capitais para um país, resvala para os países vizinhos, em função da associação feita pelos investidores do desempenho de um país com o restante da região. Por fim, vale ressaltar que em algumas passagens do trabalho foram citadas fontes secundárias que se referem apenas à América Latina.

1 A HIERARQUIA MONETÁRIA INTERNACIONAL E SEUS EFEITOS SISTÊMICOS

Neste capítulo, a hierarquia monetária é apresentada como o fator sistêmico que dá origem às dificuldades de financiamento dos países latino-americanos, assim como, de todos os países periféricos. Na primeira parte, além de uma breve introdução à abordagem acadêmica, é explicado como na prática afeta os movimentos de capital, através da política monetária dos Estados Unidos. Já na segunda parte, se introduz um segundo fator – a financeirização – como agravante dos seus efeitos sistêmicos, aumentando a vulnerabilidade dos países emissores de moedas fracas.

1.1 A ASSIMETRIA MONETÁRIA INTERNACIONAL E O DÓLAR

A assimetria de poder entre as unidades estatais do sistema internacional (SI) se manifesta, também, nas relações econômicas travadas pelos agentes no âmbito internacional. No trânsito entre as fronteiras – de pessoas, bens e serviços –, há externalidades positivas associadas ao uso da moeda de um país, em detrimento de outras. Esta diferença afeta as condições nas quais os países podem participar do comércio exterior, do mercado financeiro, mas, sobretudo, define as condições de acesso ao financiamento externo para o seu desenvolvimento.

Essa assimetria, pensada a partir da posição de uma moeda em relação às outras, é expressa pela ideia de uma hierarquia monetária, definida pela amplitude do uso das moedas no âmbito internacional. E, pode ser o indicativo da preferência monetária dos agentes econômicos.

Por isso, este tópico foi dividido em duas partes: na primeira, se caracteriza a hierarquia monetária, destacando, a centralidade do dólar no topo da hierarquia. Em seguida, é explicada a condição especial de atuação dos EUA, enquanto emissor da moeda-chave, através do mecanismo da taxa de juros, em que submete os demais países a inversões de fluxos de capitais.

1.1.1 A Hierarquia Monetária Internacional

No SI, cada Estado exerce a sua soberania econômica através da emissão de moeda própria que viabiliza os sistemas econômicos domésticos. No entanto, as transações internacionais, que implicam a transferência de riqueza através das fronteiras, exigem dos agentes econômicos envolvidos, a adoção de uma moeda, cujo uso seja aceito de modo mais

amplo, facilitando as trocas, mas, sobretudo, preservando a riqueza diante do risco de desvalorização monetária.

A flourishing world economy requires some kind of internationally acceptable money. Otherwise, nations would be reduced to crude barter, severely limiting gains from cross-border trade or investment. What form should an international money take? From a strictly economic point of view, a single supranational currency would seem to be most appealing, since transactions costs would be minimized. [...]. But does anyone seriously believe that in a fragmented world of nearly two hundred sovereign states, credible agreement can be reached on terms for the creation and management of a genuine global money? From a political point of view, the option seems unattainable, even risible. Much more realistic is the prospect that the world will continue in the future, as it has in the past, to rely mainly on a limited selection of national currencies to play vital international roles (BENNEY; COHEN, 2013, p.3).

Portanto, na ausência de uma moeda supranacional, a riqueza, cujo valor está atrelado, necessariamente, ao valor de uma moeda nacional, é criada e distribuída no SMFI, em conformidade com a assimetria de poder ajustada nos diferentes status das moedas nacionais. Sendo assim, sempre que podem escolher, os agentes econômicos vinculam seus ativos às moedas mais líquidas, que não por acaso, são as mais demandadas, pois, ao fazê-lo, estão, de fato, atrelando a riqueza à economia emissora, mais estável e promissora.

Isto ocorre porque, ao contrário de outros bens, a demanda pelas moedas na economia internacional se dá em função da segurança que proporcionam em vez da rentabilidade, pura e simples. Haja vista que os abalos nos indicadores macroeconômicos de uma economia afetam mais as decisões de investimento dos agentes econômicos do que os fatores positivos, pois são mais reativos ao risco de desvalorização e perda do capital do que à perspectiva de lucros futuros.

Essa busca pela segurança, consumada na demanda dos agentes pelas moedas mais líquidas, é o ponto de partida para compreender o que os autores chamam de hierarquia monetária internacional. A hierarquia monetária é um conceito acadêmico que caracteriza a diferença entre as moedas nacionais quanto à sua participação nas transações internacionais (DE CONTI; PHILON; PRATES, 2014, p. 342).

A princípio, podem ser divididas entre as moedas internacionalizadas e aquelas, cuja demanda está limitada ao ambiente doméstico das economias que as emitem. Mas, genericamente, se encontram agrupadas, na literatura, da seguinte forma: há a moeda reserva, as moedas secundárias e as moedas periféricas.

No âmbito acadêmico, o tema é discutido entre duas vertentes. A primeira, identificada pelo arcabouço da hierarquia monetária propriamente dita, é representada pelos trabalhos de

Carneiro (1999), Prates (2002), Biancarelli (2007), De Conti, Philon e Prates (2014), etc. De acordo com esta vertente, há as moedas centrais, compostas pelas moeda-chave (dólar estadunidense) e pelas moedas secundárias (libra esterlina, franco suíço, iene japonês, euro, etc.) e, há o grupo das moedas periféricas.

Neste modelo, a hierarquia é apresentada como um fator sistêmico que exerce efeito estrutural sobre os países. Outro ponto, é a centralidade das funções de reserva de valor e meio de pagamento na atribuição das diferenças entre as moedas. Carneiro (2006, p.9), por exemplo, define a inconversibilidade monetária como a incapacidade das moedas periféricas de se constituírem como reserva de valor.

No entanto, houve outras ramificações no debate a respeito da assimetria monetária. Cohen (2002; 2014) inaugura a vertente da “pirâmide monetária”. De acordo com a sua analogia, algumas poucas moedas - no topo da pirâmide - se internacionalizaram às custas do processo de substituição monetária sofrido pelas muitas moedas em sua base. O argumento do autor tem como ponto de partida o pressuposto de que está em curso um processo de desterritorialização das moedas nacionais provocado pela globalização.

A fim de explicitar esse processo, divide a sua pirâmide em sete categorias, das quais, as quatro primeiras representam moedas internacionalizadas, e as outras três, aquelas que sofrem, em algum grau, a substituição monetária.

[...] Entre as moedas de uso transnacional: *Moeda principal*, equivalente à moeda-chave – dólar estadunidense – universal e não limitada geograficamente; *Moeda Aristocrática*: logo abaixo da moeda principal, pouco menos dominante e disseminada, abrangendo o euro e o iene; *Moeda de Elite*: de uso internacional, mas de pouca influência além das próprias fronteiras nacionais, como a libra britânica, o franco suíço e o dólar canadense; *Moeda Plebeia*: de uso internacional limitado, mas que podem reter as funções tradicionais do dinheiro domesticamente, incluindo as moedas de pequenos países desenvolvidos como Austrália ou de renda média, como Coréia do Sul, e de exportadores de petróleo, como Kuwait e Arábia Saudita. (LAPLANE, 2016, p.7)

Já o segundo grupo é formado por aquelas moedas “que têm suas funções, parcial ou totalmente, ameaçadas no âmbito doméstico [...]: *Moeda Permeada*, *Quase Moeda*, *Pseudo Moeda*” (COHEN, 1998 apud LAPLANE, 2016, p.7). Cada uma delas contempla uma etapa no processo de substituição monetária. Segundo o autor, no último estágio, as pseudo moedas não podem mais exercer nenhuma função e passam a existir, apenas, formalmente, “não [tendo] [...] nenhum impacto econômico, como é o caso do dólar liberiano e o Balboa panamenho [...]” (COHEN, 2014 Apud LAPLANE, 2016, P.7).

Ezequiel Laplane (2016), em sua revisão bibliográfica, chega à conclusão de que a diferença fundamental entre as duas vertentes é que enquanto na primeira, as moedas periféricas não são ameaçadas pelas moedas centrais, em Cohen, a admissibilidade da concorrência chega a um outro patamar, no qual as moedas que não tem liquidez internacional, sofrem, necessariamente, em algum grau, a substituição. Em tom conclusivo, ele arremata que “todas as moedas que sofrem algum grau de substituição monetária são moedas periféricas, enquanto o inverso não é verdade” (LAPLANE, 2016, p.11).

Apesar das diferenças taxonômicas, estes estudos consagraram a avaliação de que a vulnerabilidade dos países periféricos às inversões de capital tem caráter sistêmico e se originam da assimetria monetária, indo de encontro à hipótese de que são os fatores domésticos que alicerçam as crises de dívida externa e as fugas de capitais nestes países, tais como a fragilidade institucional e o histórico de defaults.

Da mesma forma, Eichengreen, Hausmann e Panizza (2007), ao abordarem a natureza das crises de dívida externa dos países em desenvolvimento, identificam a inconvertibilidade monetária como o vetor fundamental. Para sintetizar essa ideia, formularam o conceito de “pecado original” – *original sin* – que define a incapacidade de um país de tomar emprestado na própria moeda [...] (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p.122).

The label “original sin” is designed to convey the possibility that the problem may not result only from the actions of the affected country but in addition may have something to do with factors largely beyond its immediate determination and control (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p.126).

Os países que não se endividam na própria moeda são mais vulneráveis aos choques externos do que aqueles que o podem fazer, pois, a desvalorização cambial aumenta o custo de pagamento do serviço da dívida. Cientes disso, os credores internacionais, tem pouca disposição a emprestar, sobretudo, quando ocorre instabilidade econômica. O resultado é que em momentos de crise, esses países se veem obrigados a implementar políticas monetárias reducionistas para a diminuição da necessidade de capital externo, sofrendo o impacto da severidade de programas austeros.

Aqueles que, ao contrário, se endividam na própria moeda, podem enfrentar as crises afrouxando a sua política monetária para refrear os efeitos recessivos de um choque, pois a desvalorização cambial não impõe dificuldades aos pagamentos. Para exemplificar, os autores relembaram o caso do Chile em 1998.

Chile is a favorite example of a country with increasingly strong institutions and policies. In terms of rule of law, the International Country Risk Guide (ICRG) gave Chile 5 of 6 possible points in 2001, compared to a Latin American average of 2.9 and a world average of 3.8. Chile has also done a good job of managing the risks associated with foreign borrowing, using capital account regulation, prudential supervision, transparency requirements for banks and firms, and flexible exchange rates to encourage prudent management of foreign currency exposures (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p. 124).

Mesmo tendo feito reformas institucionais, e obtendo uma avaliação de risco mais positiva, o país sofreu uma crise de desvalorização cambial devido a um choque externo. Sem alternativas, optou pela implementação de uma política monetária restritiva para conter a dependência de reservas estrangeiras e resgatar a confiança dos investidores. (EICHENGREEN HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p. 124 – 125). A Austrália, na contramão, quando atingida pelo mesmo choque global, pôde pôr em ação a expansão da sua política monetária porque não tinha um grande volume de dívidas em moeda estrangeira (EICHENGREEN HAUSMANN; PANIZZA, 2007, p. 124 – 125).

Este caso é uma evidência de que os fatores domésticos são coadjuvantes nas dificuldades enfrentadas pelos países periféricos. E o “pecado original”, característico dos países que sofrem inconvertibilidade monetária, o fator preponderante.

Em relação aos fatores que podem induzir a internacionalização de uma moeda, De Conti, Philon e Prates (2014, p. 345 – 346), leva em conta a situação geopolítica e geoeconômica dos países, a saber: a) a dimensão econômica da economia emissora e sua integração com o resto do mundo; b) o poder político; c) e, o voluntarismo político. Os primeiros dois elementos estão afinados com a natureza sistêmica. Já a inclusão do voluntarismo, se justifica pelo papel que cabe às autoridades governantes no planejamento e execução da sua política de desenvolvimento nacional.

Haja vista que a internacionalização monetária pode ser peça fundamental de um amplo projeto de desenvolvimento ou pode ser um fator de desarticulação de objetivos definidos, em vista dos efeitos deletérios de uma entrada massiva de capitais, no longo prazo, para o balanço de pagamentos.

Com efeito, a valorização cambial afetaria todos os setores da economia, sobretudo, a indústria doméstica e o comércio exterior. Ao mesmo tempo, a injeção de capitais externos pode provocar um surto inflacionário. Este foi o temor da Alemanha, quando optou por restringir a demanda externa pelo marco na década de 1970 (EICHENGREEN, 2011, p.43). Já no caso do dólar, o voluntarismo político na sua internacionalização, nos anos de 1920, é

evidente em função das reformas bancárias que permitiram a abertura de agências bancárias estadunidenses no exterior, entre outras medidas (EICHENGREEN, 2011, p. 26).

Portanto, ainda que o processo se mova por fatores circunstanciais e sistêmicos, compete às autoridades de Estado permitir e/ou induzir a abertura cambial ou impor restrições à demanda externa de sua moeda.

Eichengreen (2013) reconhece os mesmos fatores. Mas, ressalta que a manutenção ou derrocada de uma moeda internacionalizada, em última instância, está sempre vinculado ao desempenho macroeconômico doméstico de um país. Este é o alicerce que sustenta a posição de uma moeda central.

[...]. Talvez haja associações entre o poderio econômico e o poderio militar de um país e o uso de sua moeda por outros países, mas é a posição de um país como grande potência que resulta no status internacional da moeda. Uma moeda é atraente porque o país que a emite é grande e rico e continua crescendo, porque a economia por trás dela é poderosa e segura. Por ambas as razões, a saúde financeira do país que emite a moeda é fundamental para a conquista e a preservação do status internacional (EICHENGREEN, 2011, p.6).

Avaliando a transição da libra para o dólar no posto de moeda reserva, o autor constata que foi imprescindível que a economia estadunidense ultrapassasse a inglesa na produção industrial e no volume de exportações. Isto para dizer que não foi o enfraquecimento da libra que acarretou a decadência econômica inglesa, mas o contrário (EICHENGREEN, 2011, p.6).

Contudo, o autor admite, com surpresa, a resiliência do dólar na posição que ocupa, após o fim do regime de Bretton-Woods. Durante sua vigência, se acreditava que o esfacelamento do acordo, culminaria na decadência da economia americana e, do dólar, uma vez que ele fosse desvalorizado frente ao iene e/ou ao marco (EICHENGREEN, 2011).

No entanto, quando em 1973, a conversibilidade do padrão ouro-dólar foi suspensa, e o dólar foi desvalorizado, a moeda continuou a ser amplamente utilizada nas transações internacionais (EICHENGREEN, 2011, p.62). E se tornou o referencial de cotação da riqueza global, pelos critérios de liquidez e segurança.

Um elemento central que explica essa longevidade é a taxa de juros americana. Ela passou a ser a *benchmark* para a cotação dos rendimentos a juros de todo o mundo porque os títulos do tesouro americano representam o investimento mais seguro do SMFI. Isto, reforça ainda mais o papel do dólar como numerário das transações, sobretudo, no sistema financeiro (MELIN; TAVARES, 2017, p. 64).

Neste sentido, a dimensão do poder exercido pelo dólar é tão grande que as variações na sua taxa de juros geram um movimento global de reajuste das carteiras de investimento, de novas previsões do futuro, e por conseguinte, o deslocamento dos fluxos de capitais. Na seção seguinte, será analisado como essa dinâmica se estabelece, a partir das decisões de política monetária do banco central americano – o FED.

1.1.2 O Mecanismo Da Taxa De Juros Americana

Genericamente, o juro é definido como o preço pago ao credor pelo empréstimo de dinheiro. Uma forma de compensação pelo custo de oportunidade, que o emprestador abre mão por um certo período. Tal como o preço de outro bem, se determina pela relação de oferta e demanda do dinheiro. Na prática, precifica as transações de crédito e paga os investimentos no mercado de títulos – público e privado.

Nas economias capitalistas, os bancos centrais (BCs) estipulam um juro básico que é o instrumento, por excelência, de execução da política monetária. Quando as autoridades monetárias desejam aumentar ou reduzir a oferta de crédito, a redução ou elevação da taxa transmite para o restante da economia, o estímulo aos agentes econômicos para investir ou poupar.

Nos EUA, a taxa de juros básica é a Taxa de Fundos Federais – *Federal Funds Rate*. Como o nome indica, se trata da taxa de referência cobrada pelos empréstimos de reserva no sistema interbancário. A fim de cumprir com a exigência mínima de reserva, os bancos comerciais e outras instituições depositárias fazem um ajuste diário nos seus caixas contábeis, emprestando, uns aos outros, suas reservas em excesso (AKTAR, 1997).

No agregado, quando a quantidade necessária é maior que a quantidade disponível, o juro cobrado se eleva. Isso, incentiva os bancos e seguradoras a emprestar, o que equilibra os dois fatores (AKTAR, 1997, p.17).

Então, como o juro se define pela relação de oferta e demanda, o FED nada pode fazer para aproximar o juro da meta estipulada pela política monetária, senão intervir na quantidade de reservas disponíveis (AKTAR, 1997, p. 17-18).

Para isso, efetua operações de compra e venda de títulos governamentais no chamado mercado aberto – *open market*³. No seu primeiro nível, o Banco Central compra ou vende esses

³Segundo Akhtar (1997, p.3), há outros dois instrumentos de intervenção do FED na disponibilidade de reservas no sistema interbancário: alterações nos requerimentos de reserva e na taxa de redesconto. No entanto, as operações de mercado aberto são a principal forma.

títulos para os bancos comerciais e outras instituições depositárias, a fim de, respectivamente, aumentar ou reduzir o volume de reservas. No segundo nível, os bancos comerciais transacionam os títulos com outros investidores no mercado monetário e no mercado de capitais⁴ (AKTAR, 1997).

Isto afeta o custo e disponibilidade do crédito não só para os bancos, mas, também, para o restante da economia. Quando as reservas são insufladas pela compra de títulos e a taxa de juros cai, mais dinheiro está à disposição. Do contrário, a venda de novos títulos reduz a quantidade de reservas bancárias e eleva a taxa de juros, tornando as operações financeiras mais caras (AKTAR, 1997).

Na perspectiva dos investidores domésticos, a elevação das taxas é o incentivo para que se tornem credores/poupadores em vez de devedores/investidores e vice-versa. Por isso, o aumento é um sinal negativo para quem deseja investir na economia real e positivo para aqueles que investem aplicando em contas poupança ou no mercado de títulos governamentais.

Não obstante, a diferença entre as taxas de juros dos países se torna decisivo para a capacidade de atração de capitais externos de cada um. E, o mesmo fundamento de aversão ao risco que guia os investidores na sua alocação de portfólio no âmbito doméstico, se reproduz na economia internacional. Desta vez, pautando o princípio da segurança pelo critério da liquidez monetária. Deste modo, em razão da posição singular dos EUA no topo da hierarquia monetária, os efeitos da sua política monetária se estendem no resto do mundo. Isto porque os títulos emitidos pelo tesouro americano formam o mercado mais líquido do mundo, tendo se tornado o refúgio dos investidores que desejam segurança.

Em geral, há dois fatores que mobilizam a atração de capitais externos para o mercado de títulos do tesouro americano. Em primeiro lugar, se ocorre uma crise política e/ou econômica regional ou internacional que faça aumentar a aversão ao risco dos investidores financeiros alocados nos mercados afetados. Em segundo lugar, em resposta à uma elevação da taxa de juro americana. Como seus títulos são mais líquidos e seguros, a elevação da taxa torna mais rentável aplicar lá do que em mercados com menor liquidez.

Este mecanismo que vincula a política monetária dos EUA e o fluxo de capitais pode ocorrer em dois sentidos. Quando a sua economia dá sinais de que está em via um processo inflacionário ou a formação de uma bolha de crédito no mercado financeiro, o FED se antecipa,

⁴O mercado monetário se caracteriza pela compra e venda de instrumentos financeiros de curto prazo, com maturidade de até um ano. Diariamente, grandes bancos participam desse mercado, através das transferências feitas para o ajuste dos seus saldos. Já no mercado de capitais, são transacionados títulos de dívida - público e privado - , de médio e longo prazo e ações empresariais (AKHTAR, 1997, p. 8 – 9).

elevando as taxas de juros para drenar o excesso de liquidez através da venda dos títulos do tesouro. Como efeito colateral, é absorvido capital do resto do mundo. No entanto, o efeito inverso ocorre quando os EUA desejam injetar liquidez na economia, reduzindo a taxa de juros. O capital especulativo invade o mercado financeiro privado da economia americana, assim como flui para as economias emergentes, em busca de maiores rendimentos.

Neste sentido, a taxa de juros da economia americana é o leme que conduz o capital especulativo circulante na economia internacional. Na contramão, os outros países se veem na difícil posição de estar sujeitos a entradas e saídas especulativas de capitais a depender de para onde o leme conduz. A alternativa que lhes cabe é tentar manter uma taxa de juros competitiva o suficiente para evitar a fuga de capitais e/ou atrair investimentos externos.

Essa política dos juros altos é uma opção não só para manter o fluxo de entrada de capitais de curto prazo, mas também para evitar a desvalorização cambial, que ocorreria com a fuga desses mesmos capitais, sendo este um ponto sensível para as economias cuja parte do setor privado se endivida em dólar (EICHENGREEN, 2011, p. 165), ou cuja estratégia de desenvolvimento conta com o aumento de importações. A desvalorização pode engatar a falência de empresas importantes do setor privado, gerando forte ruído na estabilidade econômica do país.

Contudo, nem sempre a política de juros altos está em sintonia com os ajustes que devem ser feitos, visando a atividade econômica doméstica, pois aumenta o custo dos investimentos domésticos.

Ou seja, as metas de crescimento da economia real podem ser prejudicadas, uma vez que, a elevação das taxas de juros pode encadear o efeito reverso de retração do nível de atividade econômica, levando muitas empresas à falência, especialmente as pequenas e médias empresas, cujo financiamento depende ainda, em grande medida, dos bancos comerciais domésticos.

Este dilema se apresenta para todo país que sofre o “pecado original” e que, por isso, depende de fontes externas de financiamento e da estabilidade cambial para manter “a saúde do setor privado”.

Pode-se dizer, então, que estes países traçam os objetivos de política monetária com os olhos voltados, ao mesmo tempo, para dentro e para fora, sem que consigam produzir nenhuma afetação em escala global. Em contraste, os EUA podem manipular a taxa de juros visando, apenas, o equilíbrio macroeconômico doméstico, embora, repercuta, inevitavelmente, em todos os países.

No entanto, a condição de superpotência reserva aos EUA o compromisso de restaurar o equilíbrio no SMFI quando há estresse provocado por uma crise econômica internacional. Nestes períodos, a política de juros baixos é implementada pelo FED para fornecer a liquidez que o mundo precisa para retomar o crescimento econômico internacional. Foi desta forma que os EUA intervieram durante a crise de 2007-09, mantendo os juros baixos até 2014.

1.2 A FINANCEIRIZAÇÃO

A financeirização é o traço proeminente do capitalismo contemporâneo. Um fenômeno que se caracteriza, particularmente, pelo modo com que a riqueza é criada e gerida. Tradicionalmente, se pensava os rendimentos a partir da diferença entre os custos de investimento e as receitas obtidas na chamada economia produtiva. Já na economia financeira, o que importa é o rentismo patrimonial, em que a posse de ativos econômicos, sejam eles títulos de dívida, ações, certificados de depósito, etc., geram rendimentos definidos por cotas de participação e/ou juros (BRAGA, 2017; MELLO, 2017, p.23-24).

Em perspectiva histórica, foi durante a década de 1980 que a financeirização se intensificou e se definiu o que a literatura convencionou chamar de uma “nova economia”, marcada pela universalidade das transações comerciais e financeiras e pela crescente interdependência de mercados (STIGLITZ, 2004). Dois fatores foram muito importantes na indução desse fenômeno: 1) o desenvolvimento extraordinário dos setores de informação e comunicação; 2) e a retirada das restrições ao fluxo de capitais após o fim do regime de Bretton Woods, em 1973.

Graças às inovações financeiras, há muitos instrumentos monetários à disposição de empresas, dos governos e das famílias, capazes de cumprir parcialmente, as funções de moeda, seja como meio de pagamento ou como reserva de valor. Em especial, os títulos de dívida emitidos por empresas – *corporates* – no chamado mercado privado de capitais. Os agentes que compram os títulos, e os negociam no mercado secundário, os utiliza, em especial, como reserva de valor.

O principal desdobramento deste processo é que a circulação de ativos financeiros como quase-moedas têm provocado o aumento exponencial do agregado monetário. Isso é especialmente importante para o financiamento da atividade privada, afinal de contas, o mercado de capitais se torna uma nova fonte de acesso ao crédito, rompendo, gradativamente, com o monopólio dos bancos no exercício dessa função (BRAGA, 2017, p. 204).

Não obstante, há ainda outros dois fenômenos induzidos pela financeirização:

- a) o caráter especulativo dos fluxos de capitais que faz com que as crises migrem de um país a outro. Segundo Aliber e Kindleberger (2013), há uma correlação entre a desvalorização de ativos e fuga de capitais de uma região e a formação de bolhas de crédito em outra. Isto se explica pela busca dos investidores especulativos por novas oportunidades de rendimento. Como resultado, esses deslocamentos são um fator de transmissão da instabilidade a nível sistêmico;
- b) e, a securitização de dívidas, comum à economia financeira, cria distorções entre o valor fundamental e o valor de mercado de ativos financeiros. Em sua origem, todo título de dívida emitido no mercado primário⁵ tem o seu valor real definido pela capacidade de pagamento do emissor. No entanto, quando se torna comercializável no mercado secundário, o seu valor passa a ser cotado pela relação de oferta e demanda. Disto resulta o risco catastrófico de sobrevalorização de um título que esteja lastreado em uma dívida inadimplente.

A partir destes fatores, se constitui uma nova engrenagem do capitalismo, cujo motor é a especulação. Com efeito, se pode dizer que são três vetores de instabilidade, que podem levar às crises financeiras internacionais.

A próxima seção, se refere à forma pela qual fatores subjetivos influenciam as decisões de compra e venda dos agentes econômicos dentro desta estrutura de riscos do rentismo financeiro, fazendo com que os vetores de instabilidade se ampliem em escala internacional.

1.2.1 “Psicologia De Mercado”

A diferença entre o valor fundamental e o valor de mercado de um ativo é o ponto de partida para que se compreenda a “psicologia de mercado”. Como visto na *alínea b* da seção anterior, todo título comercializado no mercado secundário, possui esses dois preços. O primeiro, lastreado na dívida feita entre o emissor e os investidores no mercado primário; e o segundo, definido a partir da curva de demanda no mercado secundário.

O principal problema para os detentores do título no mercado secundário é avaliar qual será a variação de preços no futuro próximo, tendo em vista, que o seu valor fundamental depende de uma promessa de pagamento. “Se a assinatura dos emissores privados é duvidosa, os pagamentos contratuais certos sobre os quais se funda a avaliação fundamental das obrigações deixam de sê-lo” (AGLIETTA, 2004, p.49).

⁵ O mercado primário se refere à dimensão onde são feitas as transações entre o emissor do título e os compradores imediatos. Já no mercado secundário, os títulos são transacionados entre terceiros.

Em tese, o valor de mercado já é um indicativo do valor fundamental. E, portanto, dos rendimentos futuros. No entanto, alguns atributos da “psicologia de mercado” afetam a alocação de portfólio dos investidores.

Em primeiro lugar, a informação de que se servem os seus participantes é assimétrica. Como Stiglitz (2004) bem coloca, há um custo informacional e organizacional nas avaliações do risco de inadimplência em transações de crédito que faz com que alguns participantes tenham informações privilegiadas em detrimento de outros. Como o objetivo de cada um é ter o maior rendimento possível, esses atores, heterogêneos entre si, estão concorrencialmente dispostos.

Não existe oportunidade de lucro a não ser que “haja posse privativa de informações pertinentes ou se se puder obter informações públicas mais rápido que os outros operadores” (AGLIETTA, 2004, p.45). Além disso, é sempre imprevisível o efeito das mudanças circunstanciais na conjuntura política e econômica, quer seja em escala regional ou global.’

Em segundo lugar, a percepção dos agentes é afetada pelas decisões dos outros participantes. Como a informação é assimétrica, os investidores deduzem que a observação do comportamento dos seus concorrentes é a melhor aposta ante a incerteza do futuro. “É racional para o operador se preocupar com a avaliação dos outros para melhorar a pertinência de suas previsões” (AGLIETTA, 2004, p.63).

Disto resulta, um comportamento mimético que vincula todos os participantes, conhecido como “efeito manada”. De acordo com Aglietta (2004, p.63), para além dos fatores exógenos, este é o principal fator de instabilidade sistêmica, já que a imitação pode fazer com que pequenas distorções sejam maximizadas e se tornem a tendência prevalecente no mercado.

Estes dois fatores invocam o reconhecimento da imperfeição de mercado, assim como, atribuem elementos subjetivos ignorados pelas previsões econométricas. Para Akerlof e Shiller (2009), por exemplo, a confiança é o móbil principal na tomada de decisões dos participantes de mercado.

[...] ao variar no tempo, o nível de confiança desempenha papel fundamental no ciclo econômico. Por que? Nos bons tempos, as pessoas creem. Tomam decisões espontâneas. Sabem por instinto que serão bem-sucedidas. Deixam de lado as suspeitas. Os valores dos ativos serão mais altos e talvez crescentes. Quando as pessoas se mantêm confiantes, sua impulsividade não será evidente. Mas, quando perdem a confiança, a maré recua e as pedras aparecem, revelando a crueza de suas decisões (AKERLOF; SHILLER, 2009, p.13).

O aumento ou a queda da confiança sentida por cada investidor induz a mudanças de comportamento. Fatores externos como, por exemplo, a falência de uma grande empresa, a

eleição de novo governo, o aumento da inflação ou uma catástrofe ambiental podem ser os gatilhos para a mudança de percepção em relação à capacidade de pagamento do emissor original, por conseguinte, do valor do ativo.

O preço de mercado, então, é formado a partir do equilíbrio estabelecido entre o conjunto de expectativas. Nesses episódios, os comportamentos difusos geram um novo preço de equilíbrio, cujo resultado, aponta uma tendência de valorização ou desvalorização dos preços dos ativos.

O mercado sempre é uma formidável caixa de ressonância. Mas, ele reage a informações que ele próprio tira das ações de seus participantes. Em tais contextos, os movimentos de preços podem ser desordenados. Eles também podem se estabilizar por convenções sobre as quais as previsões se coordenam, sendo que essas convenções podem resultar das iniciativas do banco central que rompem o jogo reflexivo e indeterminado das opiniões cruzadas (AGLIETTA, 2004, p.53).

Em resposta às novas expectativas, os agentes buscam se antecipar às mudanças, vendendo os ativos que deverão ser desvalorizados e/ou comprando aqueles que, se espera, serão valorizados. Em função deste movimento, ocorre o que se pode chamar de uma “profecia autorrealizável”.

Em suma, durante a euforia, se formam as bolhas de crédito, e o ciclo de liquidez internacional, entra na fase de mania, caracterizada pelo aumento irracional dos preços (ALIBER; KINDLEBERGER, 2013, p. 36). Quando ocorre um choque externo, provocado pela inadimplência dos emissores ou qualquer evento, de natureza política e/ou econômica, que pode comprometer o pagamento da dívida, na qual os títulos estão lastreados, sobrevém o pessimismo e, conseqüentemente, o estouro das bolhas. O aumento da oferta e a redução da demanda pelos ativos acarreta a queda abrupta do seu valor de mercado (ALIBER; KINDLEBERGER, 2013; BRAGA, 2017, p. 202).

No âmbito da macroeconomia, este processo gera deslocamentos do fluxo de capitais. Entradas e saídas em conjunto, que oscilam conforme se alternam as fases de otimismo e pessimismo, que embora, não sejam unânimes em sua formação, se manifestam como ondas de contágio (OCAMPO, 2001, p.10).

A compreensão da “psicologia de mercado”, permite identificar, portanto, que os deslocamentos de capitais têm um caráter pró-cíclico, pois, a choques negativos, se tem respostas negativas, que levam à desvalorização brusca de ativos e fuga de capitais, enquanto, do contrário, há valorização de ativos, formação de bolhas e influxo de capitais. Por trás desse

efeito autorreforçante, está a opinião volátil dos participantes de mercado e seu comportamento de manada.

Então, como a percepção dos agentes é volátil, o deslocamento de capitais entre as fronteiras, o descontrole da oferta monetária e a subavaliação dos valores reais dos instrumentos financeiros se torna o combustível para a instabilidade, pela qual todos os países estão sujeitos. No entanto, como será visto na próxima seção, os riscos são muito maiores para os países emissores de moedas periféricas.

1.2.2 A Financeirização e o Reforço da Hierarquia

Desde que a economia financeira passou a ser a forma prevalecente do capitalismo contemporâneo, se acentuou a assimetria entre as moedas centrais e as moedas periféricas.

Na verdade, segundo Melin e Tavares (2017, 63-64), o processo de reafirmação do dólar, após o fim da ordem econômica criada em Bretton Woods, está vinculado ao advento da financeirização. Em primeiro lugar, porque no rentismo patrimonial, os juros que são a base de rendimentos de um ativo, são calculados a partir da taxa de juros dos EUA. Em segundo lugar, porque o dólar e, secundariamente, as moedas centrais, preenchem a lacuna da segurança necessária para assegurar que a riqueza especulativa tem, de fato, valor.

Sobretudo, se se considera a maior liberdade de movimentos de capital dos dias de hoje e os múltiplos instrumentos financeiros que são transacionados como meio de pagamento e reserva de valor. Então, em vez da financeirização ser um fenômeno que desarticula “numa via de mão única” a soberania monetária dos Estados, pela diminuição da importância do papel moeda, na verdade, se estabeleceu em consórcio com as moedas centrais, que se tornaram mais necessárias para denominar os instrumentos financeiros nas transações internacionais.

O uso das moedas periféricas, por outro lado, é que, de fato, passa a ser minimizado à medida que os agentes econômicos de um território nacional têm cada vez mais liberdade de escolher os instrumentos financeiros e as moedas nos quais desejam gerar e depositar sua riqueza. Nesse sentido, a hipótese da pirâmide monetária encontra alguma correspondência na realidade. Embora, dependa muito do grau de inserção de cada país no mercado financeiro internacional.

Além disso, são as economias emissoras de moedas inconversíveis, as receptoras de capitais de curto prazo, tipicamente voláteis, aplicados por investidores especulativos. Portanto, estão mais sujeitas à instabilidade proporcionada pela “psicologia de mercado”, do que aqueles países que recebem transferências contínuas e estáveis de capitais.

2. O MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS NO FINANCIAMENTO LATINO-AMERICANO

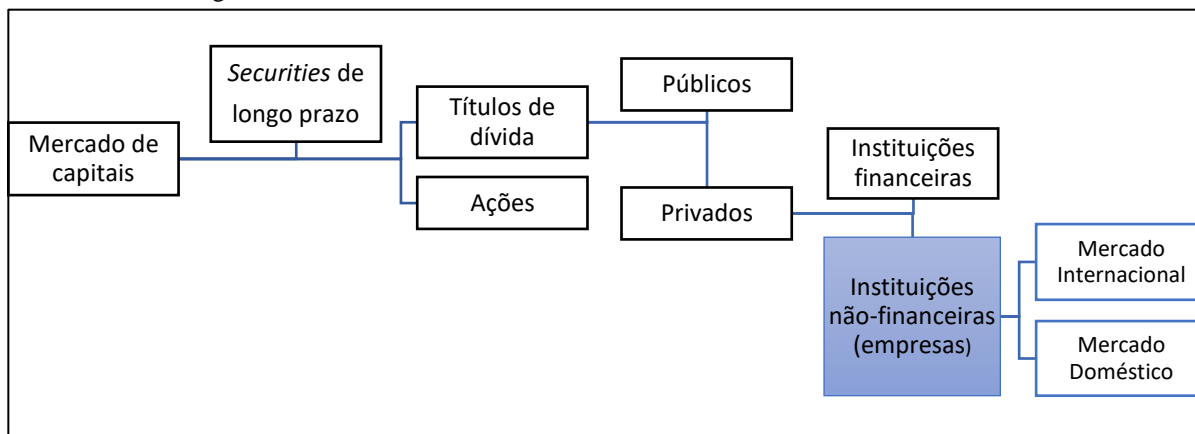
O principal efeito da hierarquia monetária sobre os países emissores de moedas periféricas é a dificuldade crônica de financiamento da sua atividade privada, dada a escassez de fontes externas. Desta forma, se apresenta aos países em desenvolvimento o desafio de equacionar os períodos em que há mais disponibilidade de crédito com os projetos de desenvolvimento nacional, de longo prazo. Por outro lado, isso implica poder sustentar a atividade econômica quando houver interrupção dos fluxos externos de capitais.

Não obstante, o desenvolvimento tardio do mercado de capitais na América Latina, assim como na Ásia, no Leste Europeu e em outras regiões afastadas do circuito financeiro que intersecciona os países desenvolvidos, ampliou a janela de financiamento dessas economias (HANCOCK; TENDULKAR, 2014, p.3).

Através da emissão de títulos postos à disposição de compradores/investidores nos mercados primário e secundário, parte do setor corporativo pode subsidiar os reinvestimentos necessários para expandir a produção e/ou honrar com as obrigações de pagamento mais imediatas.

No entanto, os títulos lançados representam apenas uma parte dos instrumentos financeiros à disposição dos investidores no mercado de capitais, como mostra a Figura 1. Às empresas se faz o desafio de manter o apelo pelos seus títulos, e às autoridades monetárias, a necessidade de ajustar a política macroeconômica aos movimentos de capitais, tendo em vista, que a dinâmica entre os fatores externos e os fatores domésticos que induzem a atração e fuga de capital na região é diferente da que se estabelece nas economias centrais.

FIGURA 1 - Fluxograma do mercado de títulos de dívida



Fonte: Elaborada pela autora

Portanto, neste capítulo, é feita a análise da formação do mercado emergente latino-americano entre 1990 e 2007, assim como são abordadas as oportunidades prospectivas do modelo emergente no financiamento latino-americano e os entraves ao seu desenvolvimento. Porém, antes, há uma breve apresentação da evolução das fontes externas do financiamento na região, entre 1950 e 1990, para que se possa identificar os elementos estruturais e conjunturais que caracterizam o perfil regional, em relação ao financiamento e ao seu mercado de capitais.

2.1 EVOLUÇÃO DAS FONTES EXTERNAS DE FINANCIAMENTO 1950 – 1990

Os períodos de acesso e de restrição ao capital internacional na América Latina e Caribe mobilizaram a evolução das suas fontes de financiamento e das mudanças nas condições de acesso ao crédito, o que demonstra haver uma grande sensibilidade do volume de capital para investimento às mudanças de conjuntura internacional, originadas nos países centrais.

Desde a crise de 1929, havia sido interrompida a participação do capital externo privado na região (CLINE, 2006, p. 243; FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 143 - 144). Por isso, nas décadas de 1950 e 1960, quando estava em foco o projeto de desenvolvimento industrial, os países se ancoraram, em grande parte, nos investimentos diretos e nos empréstimos públicos internacionais. (CLINE, 2006, p. 243; FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 201).

Felipe Herrera que foi o primeiro presidente do recém-criado Banco Interamericano de Desenvolvimento (1959) entre 1960 e 1968, narra em seu livro “O desenvolvimento da América Latina e seu financiamento”, os esforços do Banco para aumentar a receptividade do mercado internacional à América Latina como polo de investimento (HERRERA, 1968, p. 64-65). Inclusive, através da emissão pioneira de títulos em um mercado, que em seus estágios iniciais, tinha as economias desenvolvidas como participantes majoritários.

[...] recentemente, efetuamos nossa terceira emissão de títulos nos Estados Unidos, por 100 milhões de dólares, a 4^{1/2}% de juros, transação concluída em poucas horas e absorvida sobretudo pelos investidores internacionais norte-americanos. Nossas colocações de títulos neste país, inclusive esta quantia, atingem a 225 milhões de dólares. Também em data recente começamos a atuar nos mercados da Alemanha e Inglaterra, com emissões de 60 milhões de marcos e 3 milhões de libras esterlinas respectivamente e que, somados à primeira emissão realizada na Itália, perfazem um total de cerca de 50 milhões de dólares de recursos recolhidos na Europa. A esta quantia pode-se acrescentar uma soma superior a 20 milhões de dólares pelas vendas de participações em nossos primeiros vencimentos, podendo-se desse modo comprovar que o Banco já recolheu praticamente 300 milhões de dólares em pouco mais de dois anos de trabalho nos mercados de capital (HERRERA, 1968, p. 178).

Nesse sentido, o BID, enquanto uma instituição financeira de atuação regional, pôde realizar a captação e distribuição do capital externo (HERRERA, 1968, p. 88), apesar da pequena receptividade dos investidores internacionais (HERRERA, 1968, p. 114). Na visão do autor, a cooperação bilateral de atores institucionais estabelecida entre a América Latina e a Europa foi importante para incitar a confiança necessária para estimular a participação do capital privado no desenvolvimento regional (HERRERA, 1968, p.147), que ao fim e ao cabo, foi utilizado para a criação de uma indústria de manufaturados. (HERRERA, 1968, p. 52)

No conjunto, com exceção das exportações de produtos primários e da agricultura para o mercado interno [...], o período de 1960-1973 foi, do ponto de vista econômico, o mais dinâmico da história da América Latina. A produção industrial aumentou a uma taxa anual de 6,8 por cento e sua participação no PIB subiu de 21 por cento para 26 por cento. Os investimentos internos brutos expandiram nove por cento ao ano (isto é, o nível de investimento em 1973 mais do que triplicou em relação ao de 1960). O PIB cresceu a uma taxa anual de 5,9 por cento, significando que a produção dobrou nesse período; e, considerando os 2,7 por cento de crescimento anual da população, a renda per capita aumentou anualmente 3,2 por cento. [...] FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 154).

Contudo, a partir de 1973, houve a mudança no modelo de financiamento externo que significou, ao mesmo tempo, a abundância de crédito para a região e o atrelamento a novas fragilidades, que culminariam na crise de dívida externa, e na relação duradoura com os capitais externos de curto prazo.

O aumento da oferta teve origem no excedente de petrodólares depositados nas reservas dos grandes bancos internacionais, após a elevação do preço do petróleo pela OPEP em 1973, e também, favorecido pelas baixas taxas de juros dos Estados Unidos até 1979 (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 206).

Isto catapultou o crescimento latino-americano, assim como o seu endividamento externo, porém, desta vez, as condições de empréstimos eram diferentes não só na fonte – bancos privados internacionais -, mas também, em grande parte, com vencimentos de curto prazo, sem condicionalidades e a taxas de juros variáveis (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 203).

Na década de 70, os bancos privados logo se tornaram os principais credores da região. Assim, os investimentos externos diretos e os créditos oficiais que tinham sido responsáveis na década de 60, por três quartos dos fluxos líquidos de capital, haviam diminuído para um terço em 1980. Entretanto, a participação do crédito dos bancos privados na surpreendente dívida externa da região subiu para oitenta por cento no início dos anos 80 (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 205).

À época, as taxas variáveis e os vencimentos de curto prazo pareceram apenas um detalhe a credores e mutuários, em vista do otimismo gerado pelo crescimento econômico. Contudo, depois que os prazos foram ainda mais encurtados e as taxas de juros foram elevadas no biênio de 1980-81 (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 211), o endividamento se mostrou insustentável. Após a declaração da moratória do México, em 1982, e a interrupção do fluxo de crédito externo, a crise se espalhou pela região (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 213).

Além da incapacidade de pagamento, Cline (2006, p. 244) cita outros três fatores que contribuíram para que tenha havido o amplo recuo do capital externo: a) o segundo choque do petróleo em 1980; b) o choque da taxa *Volcker* em 1979; e, c) a recessão global em 1982.

Segundo Medeiros (2017, p. 284 - 285), “a década perdida” (1980) foi o ponto de ruptura que retirou a América Latina da sua trajetória de ascensão e desenvolvimento (1960 – 73) para imergir na condição de dependência de capitais de curto prazo, como se tornou evidente na década de 1990. E, assim como Ffrench-Davis, Muñoz e Palma (2017, p. 140 - 141), conclui que foi quando se evidenciou que a experiência latino-americana havia se distanciado, com prejuízo, da experiência asiática.

Não obstante, apesar da perda de acesso ao mercado financeiro internacional por quase uma década, o Plano Brady de 1989, como etapa final da renegociação da dívida (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 215-217), que entre outros mecanismos, contava com a emissão de novos títulos, abriu as portas, novamente, para a inserção da América Latina no circuito financeiro internacional (MEDEIROS, 2017, p. 280 - 281).

México, Venezuela, Costa Rica e Uruguai foram os primeiros a renegociar sua dívida externa nos termos desse plano. Esses países conseguiram uma redução de oito bilhões de dólares em sua dívida e converteram 34 milhões em títulos de longo prazo com taxas de juro fixas. A Argentina e o Brasil, em princípio, também fizeram acordos para reformular suas dívidas externas em termos semelhantes. A Bolívia e a Guiana, seguidas por Honduras, El Salvador, Nicarágua e Panamá, renegociaram parte de sua dívida no Clube de Paris, obtendo reduções consideráveis em seu serviço. (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 217)

Segundo os autores, a partir daí se estabeleceu um novo ciclo de entrada de capitais similar àquele que houve entre 1973 e 1982, interrompido, apenas, pela crise mexicana em 1994. (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p. 227). De todo modo, graças ao Plano Brady (1989) foi retomado não apenas o acesso ao crédito bancário internacional, mas mais que isso, se descortinou a região para a especulação financeira do mercado internacional de capitais.

2.2 O MERCADO EMERGENTE LATINO-AMERICANO 1990 – 2007

Como um atributo do capitalismo financeiro, a emissão de títulos de dívida já era uma prática disseminada nos países centrais, com mercados bem desenvolvidos, em função da alta adesão tanto do setor privado quanto dos investidores do mercado secundário.

Destoante dessa realidade, o processo de formação dos mercados emergentes se deu em um patamar abaixo, construído sobre títulos derivados da renegociação de dívidas externas entre os governos e empresas latino-americanas e os credores internacionais.

Nesse sentido, foi imprescindível a participação do FMI à frente dos planos de estabilização (CLINE, 2006, p. 245) para sedimentar a confiança incipiente dos investidores ao ponto em que se dispusessem a comprar títulos recém-lançados de economias com um passado recente de crises econômicas e políticas.

A progressão do mercado nos anos seguintes, por sua vez, foi resultante das reformas macroeconômicas feitas no pós-crise e pelo cenário externo favorável. *Wall Street* criou o rótulo de mercado emergente sobre os títulos de dívida remanescentes, no contexto onde o juro baixo dos EUA instava os investidores a buscar maiores rendimentos.

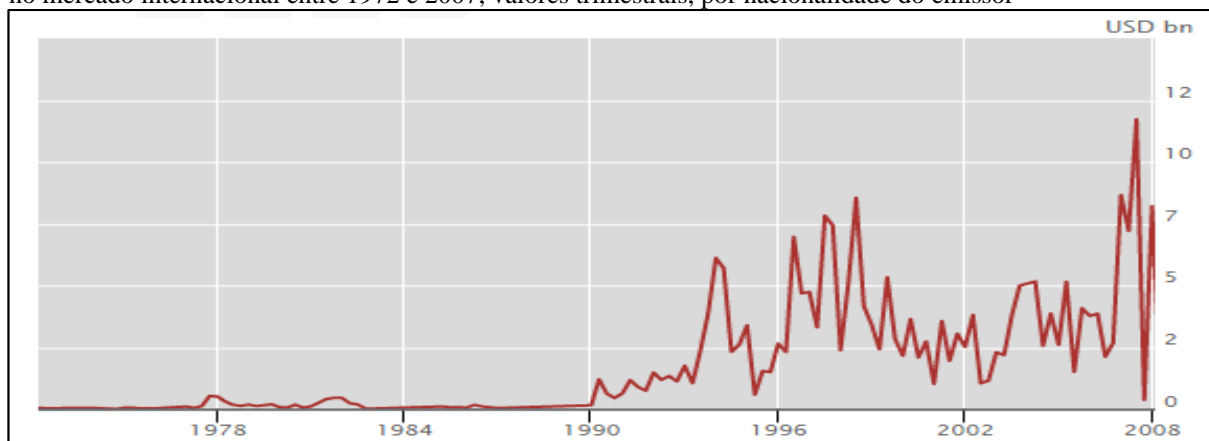
A expressão passou a ser usada no mercado financeiro como uma sinalização otimista de novos *locus* prospectivos de investimento, a um risco razoável, tendo em vista, a expectativa de crescimento dessas economias. No entanto, se se considera que a política monetária dos Estados Unidos é determinante para que os fluxos de capitais de curto prazo sejam dirigidos a esses países, se chega à conclusão que os mercados emergentes, por analogia, se tornaram a “casa de campo” dos investidores que em alta temporada, se deslocam em busca de atrativos financeiros.

Com base na série histórica do BIS para o volume bruto de emissões de títulos corporativos não-financeiros⁶ da América Latina e Caribe no mercado internacional,⁷ ilustrado na Figura 2, entre 1972 e 2007, se observa o contraste entre o volume de emissões antes e após o Plano Brady.

⁶Neste trabalho, o conceito de setor corporativo não-financeiro está de acordo com a definição do “*Handbook on Securities Statistics*”, uma publicação conjunta do BIS, BCE e FMI (2015, p.25), que diz: “[...]. *The nonfinancial corporations sector comprises resident corporations (and nonprofit institutions) whose principal activity is the production of market goods and nonfinancial services*”.

⁷Embora os dados de registro do volume de emissões brutas (*gross issues*) apresentem muita oscilação entre os meses em comparação com os registros de valor acumulado (*amount outstanding*), exibem o volume real de emissões. Ademais, para esses valores, se considerou as emissões em todas as moedas no mercado internacional.

FIGURA 2 - Volume bruto de emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 1972 e 2007, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor



⁸Fonte: BIS, 2021.

A análise dos números relativos ao período precedente mostra que até 1976, os valores (trienais) permaneceram abaixo de US\$ 100 milhões, sendo que até 1975, o alcance máximo foi de US\$ 55 milhões (no primeiro trimestre do ano referido).

Contudo, entre 1977 e 1982, se nota o aumento do seu volume, que permaneceu quase sempre na casa das centenas de milhões. Os resultados numéricos coadunam com a abertura da região à entrada de capitais de curto prazo no ciclo dos petrodólares.

Já na década de 1980, por efeito da crise de dívida na região, se constata a retração. No terceiro trimestre de 1982, houve a queda brusca de US\$ 184 milhões para US\$ 19 milhões de títulos emitidos. Em seguida, há uma lacuna nos dados apresentados pelo BIS entre o final deste ano e 1985, ano em que se inicia a renegociação da dívida, com o Plano Baker⁹ (set/1985 – set/1987) (FFRENCH-DAVIS; MUÑOZ; PALMA, 2017, p.216), que levou a efeito uma pequena recuperação do volume de emissões. Novamente, entre este período e o último trimestre de 1989, há incompletude dos dados, entrecruzada por alguns valores insignificantes.

Em vista desse quadro, o salto das emissões em 1990 de US\$ 150 milhões (último trimestre de 1989) para US\$ 1.20 bilhões em seu primeiro trimestre indica o processo de assimilação do mercado de capitais, definitivamente, entre as fontes de financiamento do setor privado latino-americano. Sobretudo, se se considera a sustentação desse crescimento nos anos

⁸Os dados podem estar agrupados por nacionalidade ou por residência do emissor. Se recomenda utilizar a primeira opção quando possível, pois muitas empresas utilizam subsidiárias financeiras alocadas no exterior para realizar as emissões e captar os recursos, tornando difícil o rastreamento da sua atividade financeira pelo parâmetro da residência.

⁹“The Baker Plan, launched in September 1985 by the US Treasury Secretary James Baker, sought to shore up the debt strategy by setting a target of \$20 billion in new lending by the international banks to 15 (later 17) large debtor countries over three years, carrying further the approach of ‘concerted lending’” (CLINE, 2006, p. 245).

seguintes, apesar de oscilações sazonais. Desde então, não houve uma interrupção brusca e prolongada dos fluxos externos para a região como aquela ocorrida entre 1983 e 1989.

A turbulência na virada do século gerada pelas crises do final dos anos 90, seguidas pelo default argentino (2001) e a agitação do processo eleitoral brasileiro (2002) acarretou uma oscilação das emissões. Mas, enquanto fator externo, a sucessão de reduções da taxa de juros dos Estados Unidos, entre 2000 e 2004, foi um estímulo para o aumento de liquidez internacional, assim como, para os mercados emergentes que voltaram a crescer, especialmente no triênio de 2005 a 2007 (SCATIGNA; TOVAR, 2007, p.73).

E no âmbito regional, a estabilização político-econômica da região, e o impulso de crescimento do Brasil, México e Venezuela induziram ao aumento da confiança (AMATO, 2007, p. 32). No último trimestre de 2007, foram emitidos US\$ 8.20 bilhões. Ainda aquele ano, se havia alcançado o volume de maior expressão na série histórica até este ponto, de US\$ 11.72 bilhões.

2.2.1 Oportunidades e Desafios

Segundo estudos recentes publicados pela Organização Internacional de Valores Mobiliários (Iosco), o mercado de títulos, se bem regulado, trará mudanças positivas para o fortalecimento dos setores privados das economias emergentes (2002, 2019, 2020), no entanto, o seu papel ainda é muito inferior ao de bancos e do mercado de ações no financiamento, assim como, é pequeno em relação aos mercados de economias centrais (TENDULKAR, 2015, p.3).

Sob o ponto de vista dos seus participantes, o maior entrave ao desenvolvimento do mercado de títulos corporativo latino-americano são os custos e riscos associados à sua participação. Do lado da oferta, um emissor espera que o custo de emissão seja mais barato do que os empréstimos bancários, pela exclusão dos bancos como intermediários. Além disso, proporciona às empresas mais controle na gestão dos seus ativos e passivos contábeis (IOSCO, 2002, p.4). No entanto, a experiência latino-americana mostra que apenas parte das empresas de setores das indústrias de base e de exportação têm condições de cumprir os requerimentos de acesso.

Segundo o estudo de Hancock e Tendulkar “*Corporate bond markets: a global perspective*”, publicado pela Iosco, os dez maiores tipos de firmas não-financeiras dos mercados emergentes de títulos corporativos são: petróleo e gás, energia, construção, transporte, telecomunicações, metal e aço, imobiliário, mineração, químicos e alimentos (2014, p. 14-15).

Há, portanto, pouca capilaridade nas empresas de pequeno e médio porte do restante da economia.

Do lado da demanda, os investidores esperam poder aumentar os seus rendimentos e diversificar os riscos associados à composição da sua carteira de investimentos (IOSCO, 2002 2014). Ademais, o mercado de títulos é mais oportuno para o investidor que tem preferência pela estabilidade de rendimentos fixos, pois envolve o pagamento de principal e de juros com datas de vencimento pré-estabelecidas (FMI, 2015, p.15), em comparação com o mercado de ações onde os rendimentos dos acionistas são calculados com base no desempenho da empresa.

Contudo, dada a grande variedade de instrumentos financeiros no mercado de capitais, pesa na decisão dos investidores a disponibilidade de dados estatísticos e informações a respeito dos títulos, assim como o volume de emissões e de participantes de mercado.

De acordo com o relatório “*Development of emerging capital markets: opportunities, challenges and solutions*” da IOSCO (2020, p.7), a deficiência dos mercados emergentes, com base nesses critérios, é o maior empecilho para que se estabeleça uma demanda expressiva pelos seus títulos corporativos. Afinal de contas, além dos riscos de falência da empresa, se considera o risco de baixa liquidez no mercado secundário.

Apesar da dificuldade de superar a falta de liquidez, se espera que à medida que sejam feitas as reformas legais de facilitação do acesso e de aumento da transparência, com a publicação de estudos estatísticos a respeito dos instrumentos financeiros, se torne mais fácil a avaliação do risco de crédito feita pelos investidores (IOSCO, 2020; SCATIGNA; TOVAR, 2007). Nesse sentido, a IOSCO, o BIS e a Cepal¹⁰ entre outras organizações internacionais têm se esforçado por produzir novos documentos que expliquem o fenômeno dos mercados emergentes, e sirvam de subsídio a analistas e participantes de mercado.

Um segundo desafio é a discrepância entre as emissões em moeda estrangeira e moeda doméstica. A maior parte dos títulos emitidos são denominados em moedas estrangeiras, principalmente, o dólar. Ainda que não se trate de endividamento bancário no molde dos empréstimos dos anos 1980, subsiste o risco de empresas que auferem seus rendimentos em moedas domésticas, sofrer o revés de uma desvalorização cambial que prejudique a sua capacidade de pagamento – o *currency mismatch*. Para as autoridades monetárias significa, por sua vez, se habilitar para manter altas reservas em moeda estrangeira a fim de socorrer os setores endividados em dólar e outras moedas secundárias, caso ocorra uma crise de dívida externa.

¹⁰Ver: CEPAL. *Capital flows to Latin America and the Caribbean*. Santiago: oficina de Washington, 2018. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/43747/1/S1800692_en.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2019.

Não obstante, os desafios não se restringem à eficiência do mercado, mas também em relação ao seu impacto na totalidade das economias, em vista da dinâmica engendrada pelos movimentos especulativos de capital.

Ffrench-Davis, Muñoz E Palma (2017, p. 210) foram assertivos ao avaliar que se em uma das pontas, a formação do mercado emergente minimizou o impacto dos ajustes fiscais provocados pelas variações nos preços de exportados nas economias latino-americanas, ao facilitar a reposição de capital a um custo barato; por outro lado, atrelou o ciclo econômico doméstico às periodicidades das entradas e saídas de capitais externos de curto prazo.

Segundo Braga (2017, p. 222), os mercados emergentes se tornaram verdadeiros postos de valorização da riqueza patrimonial, de tal forma que, ocorre sempre movimentos de capitais vindos dos países centrais em direção aos países emergentes, induzidos pelas mudanças no ciclo de liquidez internacional.

Graças a essa natureza transitória, os agentes domésticos, incluindo as empresas emissoras, e as autoridades monetárias, passam a se programar em função dos fatores externos, como as mudanças na taxa de juros dos Estados Unidos e/ou outros fatores circunstanciais, alheios às necessidades da economia real.

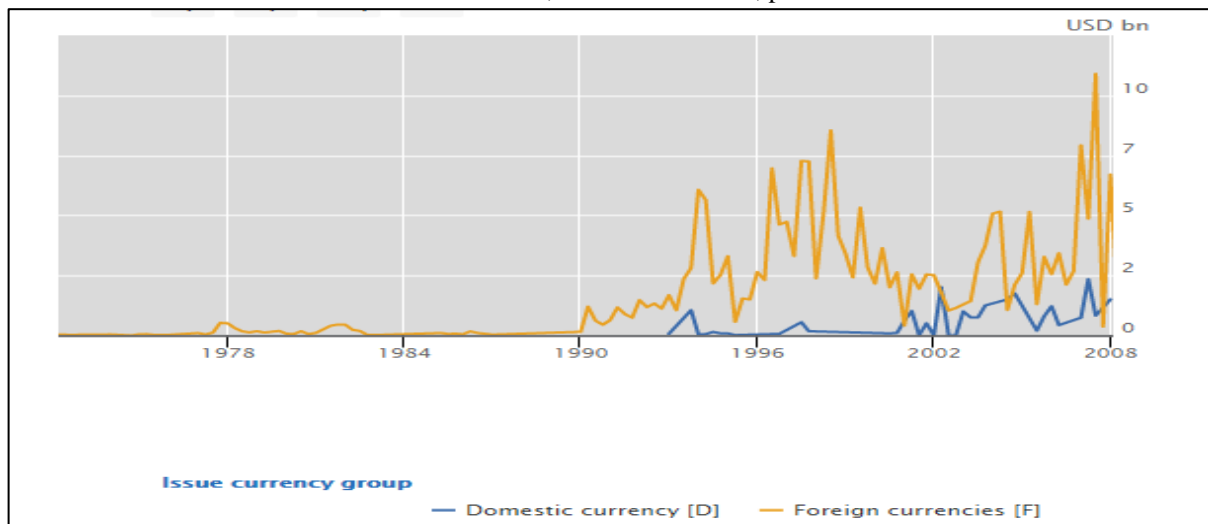
Em última instância, a política monetária passa a ser utilizada para refrear fugas de capitais, através da elevação da taxa de juros, em detrimento do custo de investimento doméstico espelhado nas taxas do sistema interbancário doméstico. Em decorrência disso, o crescimento econômico passa a ocorrer *pari passu* com os períodos de alta liquidez internacional, enquanto as recessões passam a ser impostas por políticas pró-cíclicas que espelham a retração dos mercados no cenário internacional (STIGLITZ, 2004, p. 273).

Um dos caminhos possíveis para a redução das fragilidades associadas ao endividamento em dólar é o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos, que se qualifica a partir das emissões de títulos denominados em moedas domésticas e para residentes (BIS, 2009, p. 21).

O seu desenvolvimento exerce um impacto positivo sobre a saúde financeira das economias periféricas. Em primeiro lugar, incorpora as famílias como investidores domésticos e torna mais fácil o acesso de pequenas e médias empresas; em segundo lugar, reduz a necessidade de endividamento em moeda estrangeira e minimiza os riscos associados; fortalece as moedas periféricas e corrobora com acordos bilaterais e regionais de cooperação econômica; por fim, reduz a exposição ao capital especulativo e fortalece a integração entre os agentes econômicos domésticos.

Como ilustrado na Figura 3, as emissões em moedas domésticas aparecem na série histórica publicada pelo BIS a partir do último trimestre de 1992, com o volume equivalente a US\$ 70 milhões, em comparação com US\$ 1.68 bilhões emitidos em moeda estrangeira.

FIGURA 3 - Divisão monetária das emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 1972 e 2008, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor



Fonte: BIS, 2021.

Apesar da discrepância, Scatigna e Tovar (2007, 73 - 74), em seu estudo “*Securitization in Latin America*”, ressaltaram que nos anos precedentes à publicação, o mercado latino-americano havia entrado em uma nova fase caracterizada pela expansão das emissões em moeda doméstica desde 2003 (assim como pela diversificação da sua estrutura).

No entanto, a liquidez de mercados domésticos é difícil de ser estimulada ante o apelo das externalidades positivas associadas à compra de instrumentos denominados em moedas centrais. Haja vista, na decisão de compra e venda, cada indivíduo faz a defesa dos seus interesses, não dos interesses político-econômicos do Estado de emissão ou sequer avalia o impacto macroeconômico da sua ação.

A disposição a comprar instrumentos menos líquidos, portanto, envolve um alto grau de incerteza. E, apenas o estímulo das autoridades monetárias, através da concessão de garantias e/ou pela promessa de maiores rendimentos, pode facilitar o desenvolvimento de um mercado doméstico latino-americano, no âmbito do setor corporativo.

3. DESLOCAMENTOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA LATINA E CARIBE APÓS A CRISE DE 2007-09

A crise de 2007-09 foi, essencialmente, uma crise do sistema bancário internacional. Naquele ponto, se tornou patente que a alavancagem de títulos de alto risco, a interdependência entre o sistema bancário e o mercado financeiro internacional, em um ambiente pouco regulado e mal supervisionado, foram o combustível para que eclodisse a bolha de crédito do mercado imobiliário. O custo imediato foi uma recessão global de lenta recuperação. Mas, no longo prazo, se constatou que foi posto em xeque a continuidade do modelo bancário de financiamento e de gestão de riqueza no capitalismo contemporâneo.

Na esteira da crise, a migração dos fluxos internacionais das economias centrais em direção às economias de mercado emergente, assim como, a facilitação do acesso ao crédito por outras fontes, sinalizaram para uma possível reconfiguração do SMFI. Houve questionamentos acerca do papel futuro do dólar e dos bancos na intermediação da atividade econômica internacional, afinal de contas, os EUA estiveram no epicentro da crise, logo após o auge do crescimento dos ativos bancários.

Nesse contexto, o mercado de capitais recebeu um influxo de novos investidores. Inclusive, na América Latina, teve início o crescimento excepcional do mercado de títulos corporativos não-financeiros.

Portanto, neste capítulo, se analisa a relação de condicionalidade entre o crescimento do mercado de títulos corporativos não-financeiro na região, entre 2007 e 2018, e os seus fatores exógenos, tendo como pano de fundo a conjuntura internacional no pós-crise. E, então, se avalia o impacto do novo fenômeno nas condições latino-americanas de captação de fontes externas de financiamento.

3.1 CONDICIONANTES SISTÊMICOS DO PÓS-CRISE

No período pós-crise, dois ajustes de efeito sistêmico tiveram impacto no financiamento da atividade econômica global, através da modificação das condições de acesso ao crédito, pela indução da recomposição global dos portfólios de investimento e, consequente, redirecionamento dos fluxos de capitais. Foram eles: a política monetária expansionista do FED e o novo acordo de Basileia – Basileia III.

Entre dezembro de 2008 e outubro de 2014, o FED realizou compras em série de títulos do Tesouro, no mercado aberto, como parte do Programa de Compra de Ativos em Larga

Escala, com o propósito de pressionar para baixo a taxa de juros básica da economia americana. À época, se fazia premente a retomada dos investimentos domésticos, em vista da deflação e do aumento do desemprego causado pela recessão (FED, 2019).

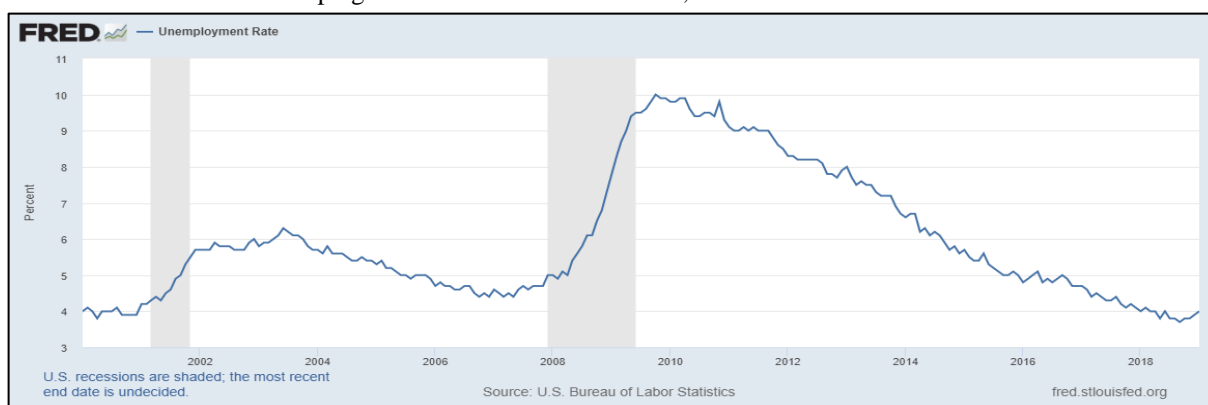
Também esteve incluso, a compra de títulos lastreados em hipotecas (MBS¹¹), emitidos pelas organizações governamentais *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*, a fim de estimular a recuperação do setor imobiliário e proteger as instituições envolvidas na sua cadeia de intermediação financeira (FED, 2019).

Na primeira de seis etapas, foram comprados US\$ 175 bilhões em obrigações do tipo MBS, entre dezembro de 2008 e agosto de 2010 e, mais US\$1.25 trilhões entre janeiro e agosto de 2010. Já na segunda etapa, entre março de 2009 e outubro de 2009, o FED fez o aporte de US\$ 300 bilhões em títulos do Tesouro. Subsequentemente, entre novembro de 2010 e janeiro de 2011, mais US\$ 600 bilhões. A isto, se seguiu o início das compras mensais de US\$ 40 bilhões de MBS, a partir de setembro de 2012, e de US\$ 45 bilhões de títulos do Tesouro, a partir de janeiro de 2013 (FED, 2019).

Não obstante, a fim de evitar um choque futuro no mercado financeiro, em dezembro de 2013, o FED fez o primeiro anúncio formal de que as compras passariam a ser, gradativamente, reduzidas, de acordo com uma nova orientação de política monetária. Quase um ano depois, em outubro de 2014, o programa chegou ao fim (FED, 2019).

A necessidade de ter sido estendido até 2014 foi justificada pela recuperação da economia americana a um ritmo mais lento do que se esperava. Sobretudo, quando se nota a dificuldade de redução do nível de desemprego, ilustrada na Figura 4.

FIGURA 4 - Taxa de desemprego dos EUA entre 2000 e 2018, valores mensais

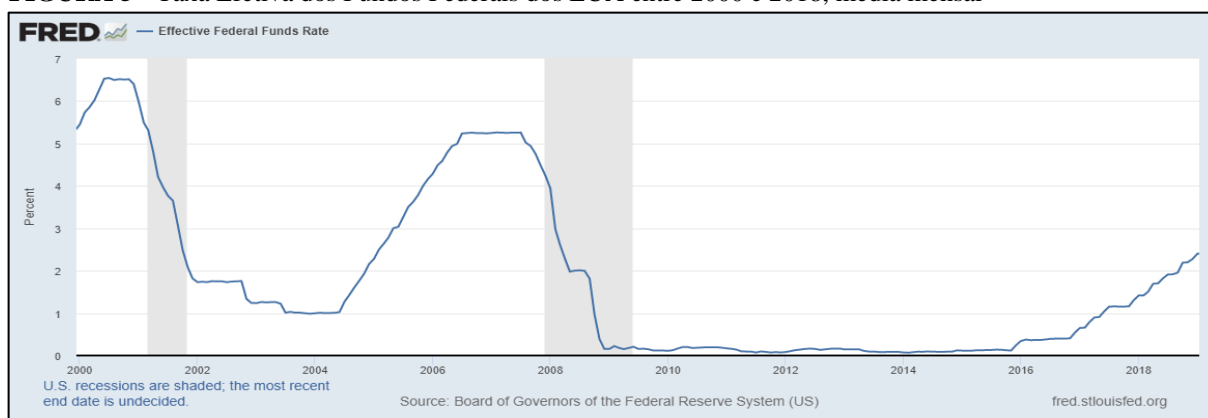


Fonte: FRED Economic Data, 2021.

¹¹Mortgage-backed Securities

Durante o seu período de vigência, a taxa de juros permaneceu nos índices mais baixos da história econômica dos EUA. Com base nas taxas médias mensais no gráfico da Figura 5, disponibilizado pelo FED, se nota que o relaxamento monetário teve início, ainda em 2007, dois meses após a liquidação pelo banco de investimentos *Bear Stearns* de dois fundos de hedge, em junho (EICHENGREEN, 2011, p.96). Nos meses seguintes, foi mantida a determinação de redução gradual, a fim de aplinar o clima de incerteza que se instaurava no mercado financeiro.

FIGURA 5 - Taxa Efetiva dos Fundos Federais dos EUA entre 2000 e 2018, média mensal



Fonte: FRED Economic Data, 2021.

Um ano depois, entre os piores meses da crise, sofreu uma queda sequencial, de 2.0% (agosto), para 1.81% (setembro), 0.97% (outubro), 0.39% (novembro) e 0.16% (dezembro) (FRED, 2021).

Não obstante, com o início da política de *quantitative easing*¹² (QE), pôde ser estabelecida no patamar abaixo de um ponto percentual. Entre 2010 e 2014, oscilou entre 0,07% a 0.020%. E, entre 2015 e 2018, a efeito do encerramento das compras, se retomou a trajetória ascendente, tendo alcançado a média mensal de 2.27%, em dezembro de 2018 (FED, 2019).

Apesar da finalidade de facilitação do crédito no âmbito doméstico, a política de QE também repercutiu nas condições internacionais de acesso ao crédito, através da diferença entre as taxas de juros dos países. Consequentemente, isso significou o redirecionamento dos fluxos de capitais dos Estados Unidos em direção às economias emergentes, em função da possibilidade de maiores rendimentos.

¹²Política monetária de facilitação da liquidez de um sistema econômico.

O segundo ajuste significativo foi a proposta do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia¹³ de atualização do marco regulatório prudencial dos bancos internacionais, compilado no novo acordo da Basileia – Basileia III¹⁴ – que ainda está em fase de implementação. Embora não seja obrigatório, todos os países membros (45) se comprometeram em adequarem os seus sistemas bancários aos novos requerimentos de limites mínimos de capital, entre outras medidas de gestão e supervisão, que visam minimizar os riscos vinculados à atividade financeira, sobretudo, de securitização e alavancagem (BIS, 2021).

A introdução de novos requerimentos regulatórios, no entanto, limita a margem de lucro dos bancos e dos agentes econômicos que participam do financiamento bancário, uma vez que se traduz em restrição da oferta de crédito e aumento das taxas de juros cobradas. Além disso, significa o encurtamento do horizonte de rendimentos dos especuladores, já que o acordo constrange a oferta de títulos de maior risco na carteira dos bancos.

O aumento de restrições em um setor se torna sempre um estímulo para que os agentes econômicos busquem outras fontes de crédito, mais barato e/ou mais rentável, cujo resultado é a inovação financeira e os deslocamentos dos fluxos de capital. Desta forma, não houve apenas uma desconfiança dos agentes em relação ao financiamento bancário internacional, em vista da crise *per se*, mas também, uma reação ao aumento do custo desse financiamento, em razão de Basileia III.

Em comum, ambos os fatores se aplicam à oferta de crédito e interferem na disposição ao risco dos agentes econômicos. A isto, se credita o crescimento do mercado internacional de capitais durante a década seguinte.

3.2 NOVA FASE DO MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS LATINO-AMERICANO E CARIBENHO 2008 – 2014

O mercado de capitais, assim como, qualquer outro sistema financeiro, sofreu o impacto da crise durante os meses de maior turbulência, no segundo semestre de 2008. Neste período, a busca pela segurança orientou os investidores na direção dos títulos do Tesouro estadunidense. Embora não tenha sido tão afetado quanto o sistema bancário internacional.

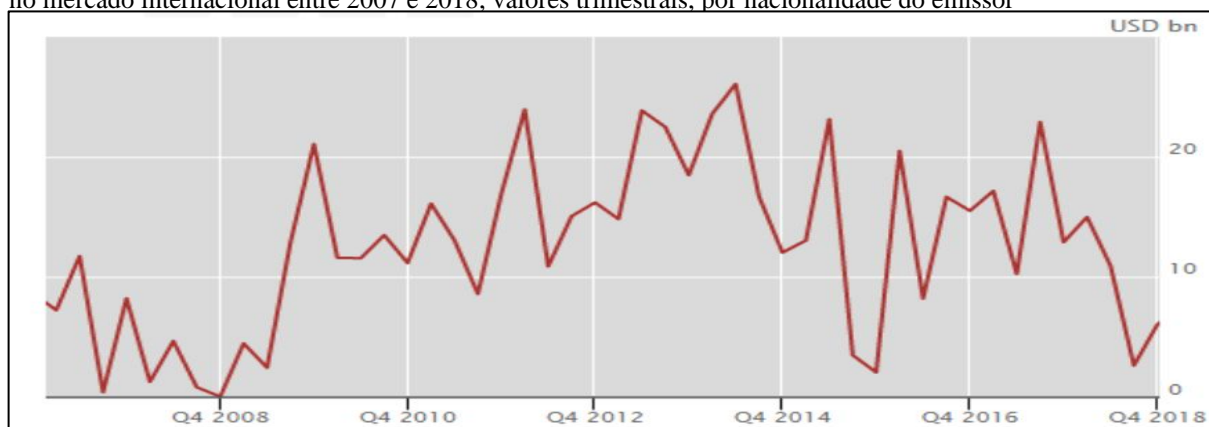
Mas aos ajustes feitos, se seguiu o aumento excepcional da demanda pelos títulos das economias de mercado emergente. Desta forma, o setor privado latino-americano foi beneficiado através da emissão de títulos corporativos não-financeiros.

¹³Basel Committee on Banking Supervision

¹⁴Precedido por Basileia I (1988) e Basileia II (2004).

Como mostra o gráfico na Figura 6, do volume bruto de emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro na região, o ano de 2008 se iniciou com a queda das emissões de US\$ 8.20 bilhões (no último trimestre de 2007) para US\$ 1.24 bilhões. Tendo alcançado o pico de redução em US\$ 5 milhões no último semestre desse ano. Mas, em 2009, já houve o aumento significativo do seu volume, sobretudo, no segundo semestre, com US\$ 33.94 bilhões (BIS,2021).

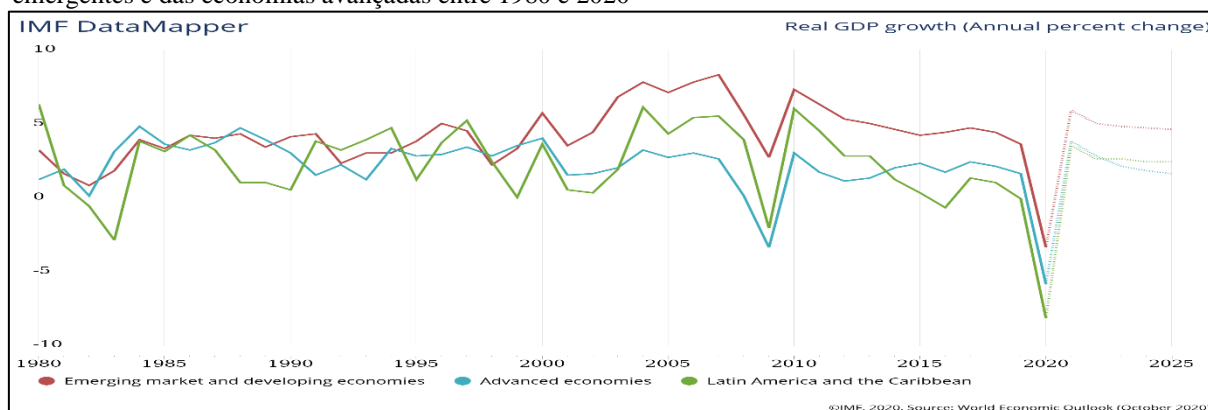
FIGURA 6 – Volume bruto de emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 2007 e 2018, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor



Fonte: BIS, 2021.

O melhor desempenho, no entanto, ocorreu entre 2011 e 2014, quando as emissões alcançaram um recorde histórico (BIS, 2021). Além dos fatores externos, também contribuiu o bom crescimento econômico regional e a relativa estabilidade, na primeira década do século XX. Entre 2004 e 2007, a taxa real do PIB regional, ilustrado no gráfico da Figura 7, respectivamente, de 6.2%, 4.4%, 5.5% e 5.6% esteve acima das taxas das economias avançadas (FMI, 2021).

FIGURA 7 – Comparativo da taxa real de crescimento do PIB da América Latina e Caribe, dos mercados emergentes e das economias avançadas entre 1980 e 2020



Fonte: FMI, 2021.

No entanto, 2013 consta como um ano atípico, em que houve queda acentuada das emissões, provocada pela fuga dos investidores para os títulos do tesouro, em função da primeira declaração pública do presidente geral do FED, Ben Bernanke, de que o Banco Central se programava para pôr fim às compras de títulos, em audiência na Comissão Econômica do Congresso Nacional dos EUA, em 22 de março daquele ano (REUTERS, 2019). Embora, o anúncio formal, de fato, só tenha sido feito em dezembro.

O pânico antecipado do mercado financeiro à elevação dos rendimentos dos títulos do tesouro se tornou conhecido como o *Taper Tantrum* de 2013. A expressão é um jargão econômico da língua inglesa que caracteriza a reação de mercado ao estreitamento (*tapering*) monetário (BROCK, 2020). A especulação a respeito de quando se encerraria se arrastou pelos meses seguintes (REUTERS, 2019).

Não obstante, na sua declaração, o *chairman* afirmou que a continuidade do QE dependia da evolução da taxa de desemprego, e que mesmo após o encerramento gradual do Programa, as taxas de juros permaneceriam baixas, até que estivesse assegurada a estabilidade dos índices macroeconômicos, nos níveis desejados (BERNANKE, 2013, p. 40 - 41). Passado o choque inicial, em 2014, o mercado financeiro, inclusive o mercado de capitais, se estabilizou, em vista da manutenção do nível percentual das taxas de juros (BROCK, 2020).

3.3 A DESINTERMEDIÇÃO BANCÁRIA INTERNACIONAL

Análises recentes (SHIN, 2013, 2015; PANIZZA et ali., 2015; MCCAULEY; MCGUIRE; SUSHKO, 2015) sugerem que os ajustes tiveram um impacto significativo nos parâmetros de liquidez e de crédito, no âmbito global. O crescimento do mercado de capitais latino-americano seria uma evidência do deslocamento da centralidade da intermediação financeira dos bancos para o mercado de capitais, ou pelo menos, a proeminência de outras fontes. Inclusive, desde 2007, o BIS tem buscado aperfeiçoar a base de dados estatísticos dos *securities* e realizar estudos qualitativos, “*to assess the relative use of capital markets as opposed to banks in financial intermediation*” (BIS, 2009, p.20).

Shin (2013), estabelece que neste início de século, já se distingue duas fases da liquidez global. Para o autor, o conceito de liquidez, embora usado de forma imprecisa, está associado às condições de acesso ao crédito das economias em desenvolvimento. Desta forma, na primeira fase, entre 2003 e 2008, a liquidez foi criada a partir da atividade financeira dos bancos

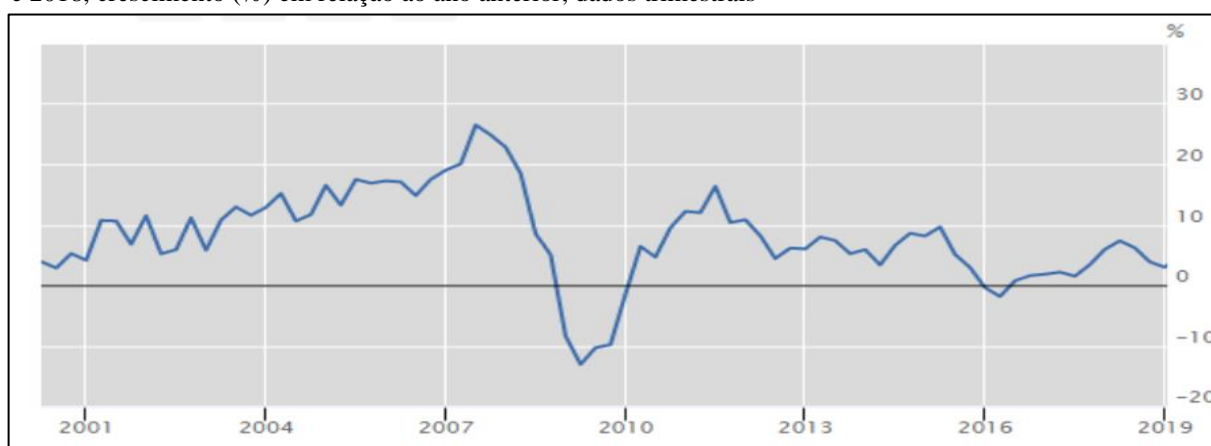
internacionais, que através da securitização, vincularam as demandas das famílias e das empresas ao capital do mercado financeiro.

A segunda fase, a partir de 2008, por sua vez, se caracteriza pelo recrudescimento da participação dos mercados de capitais na intermediação. Como forma mais direta e rápida de arrecadação do capital necessário para o equilíbrio contábil das empresas.

Contudo, embora McCauley *et alli* (2017) reconheçam o beneficiamento das economias de mercado emergente nesse processo, contestam que a desalavancagem dos bancos tenha sido um fenômeno global, e definitivo. Os autores sustentam a ideia de que a queda do índice global de ativos bancários foi um reflexo do comportamento dos países do bloco europeu, após a crise, de restrição à atividade bancária transfronteiriça, estimulando o circuito financeiro intrarregional, com o objetivo de reduzir a exposição à instabilidade externa. Em suma, um fenômeno circunscrito regionalmente e de forma transitória.

A análise qualitativa da Figura 8, do crescimento percentual das reivindicações bancárias transfronteiriças para o setor privado não-financeiro, mostra que no agregado global, entre 2000 e o primeiro trimestre de 2008, houve um crescimento gradual da participação dos bancos no financiamento das empresas, tendo alcançado o ápice no segundo trimestre de 2007, com o crescimento de 26.48%, em relação ao ano anterior. Depois, houve uma queda brusca, em 2008 e 2009, tendo chegado a -13.10%, no primeiro trimestre de 2009, o pior registro de desempenho da atividade bancária internacional (BIS, 2021).

FIGURA 8 – Reivindicações bancárias transfronteiriças (global) contra o setor privado não-financeiro entre 2000 e 2018, crescimento (%) em relação ao ano anterior, dados trimestrais



Fonte: BIS, 2021.

Nos anos seguintes, houve uma recuperação do setor, mas, em um patamar inferior ao desempenho na década passada e, com muita oscilação (BIS, 2021). Uma razão possível para a dificuldade de alavancamento é a desaceleração da atividade econômica global.

O índice de crescimento do PIB global mostra que, após a recessão de -0.1%, em 2009, houve uma retomada do crescimento em 2010 (5.4%), mas entre 2012 e 2014, o índice se manteve em 3.5%, enquanto no trimestre seguinte pouco oscilou: 3.4% (2015), 3.3% (2016), 3.8% (2017), 3.5% (2018) (FMI, 2021). Um indício da estagnação econômica global.

Desta forma, se constata que o ápice do crescimento bancário fez parte de um contexto específico, nos anos 2000, cujo volume de transações foi concebido como o parâmetro global de liquidez. O estouro da bolha do mercado imobiliário e a súbita desalavancagem dos seus ativos, desagregou o circuito financeiro que o orbitava. Apesar do socorro financeiro dos Bancos Centrais e da estabilização do SMFI, as condições que permitiram a alavancagem exorbitante foram dissolvidas pelas reformas posteriores, e a desvalorização de ativos específicos abriu um vácuo, preenchido por outros instrumentos financeiros no processo de reciclagem.

Isto não significa que se esfacelou o sistema bancário internacional, até mesmo porque os bancos são a ponte de intermediação necessária entre os Bancos Centrais e os setores privados, no sistema interestatal. Mas, a crise e as novas restrições regulatórias sentenciaram o fim daquele ciclo. Nesse sentido, a hipótese de Shin é verossímil. A tendência é que se estabeleça novos polos de inovação financeira, e consequentemente, a formação de bolhas de crédito, consonante com a visão de Aliber e Kindleberger (2013) a respeito dos deslocamentos de capitais na dinâmica do crédito global.

SHIN (2013, 2015) reconhece, com apreensão, a força imperativa do mecanismo da taxa de juros americana e o caráter cíclico do influxo de capitais para os mercados privados. Nesse sentido, *spill-over* e *spill-back* são dois termos que emprega para expressar o movimento de avanço e recuo dos capitais internacionais sobre os mercados de economias periféricas.

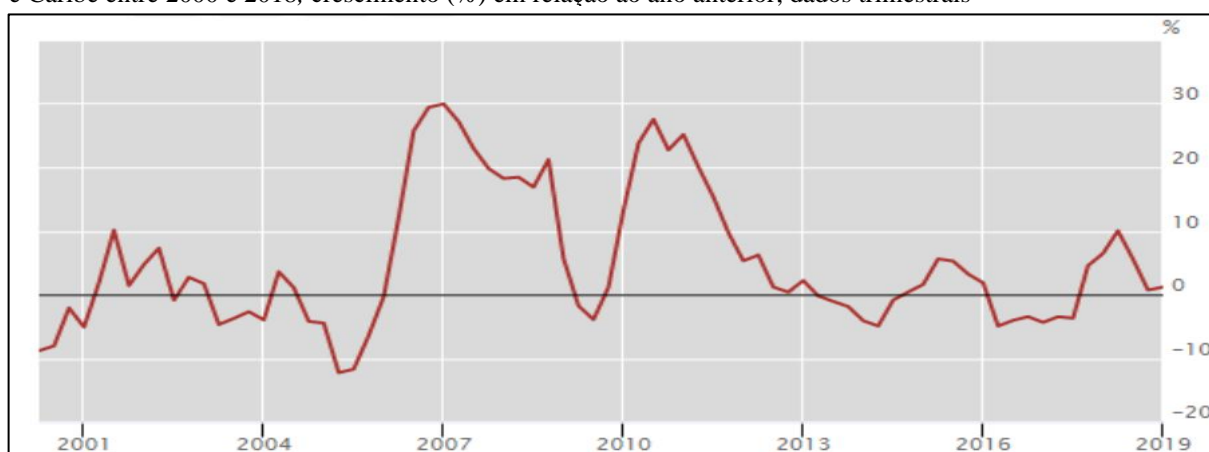
Além disso, os autores (SHIN, 2013, 2015; PANIZZA et ali., 2015; MCCAULEY; MCGUIRE; SUSHKO, 2015) compartilham a opinião de que o mercado de capitais têm sido uma porta de entrada para o risco de excesso de endividamento em dólar, o aumento da exposição cambial, o excesso de alavancagem e, por isso, também, da instabilidade, tendo em vista que é menos regulado que o tradicional sistema bancário.

3.3.1 A desintermediação bancária no caso latino-americano e caribenho

Em relação à participação dos bancos internacionais no financiamento do setor privado na região, entre 2000 e 2018, observada através do crescimento percentual do volume de reivindicações bancárias transfronteiriças contra o setor privado não-financeiro latino

americano e caribenho, ilustrado na Figura 9, se constata que foram curtos os períodos de crescimento do volume de *claims* bancários. O mais notório deles, entre 2006 e o terceiro trimestre de 2008, corresponde ao auge global de liquidez bancária no SMFI. Depois da crise, houve a recuperação pontual em 2010, no primeiro semestre de 2015, e entre o final de 2017 e início de 2018 (BIS, 2021).

FIGURA 9 – Reivindicações bancárias transfronteiriças contra o setor privado não-financeiro da América Latina e Caribe entre 2000 e 2018, crescimento (%) em relação ao ano anterior, dados trimestrais



Fonte: BIS, 2021.

Já as quedas mais acentuadas ocorreram em 2000, 2002 – 2005, 2009, 2013-2014, 2016, no primeiro semestre de 2017 e no final de 2018 (BIS, 2021). Disto se conclui que há uma deficiência crônica de abertura do capital bancário internacional para o setor privado regional, em decorrência das crises do final do último século, e que, se acentuou após a desalavancagem global. Em contrapartida, é grande a dependência regional dos sistemas bancários domésticos.

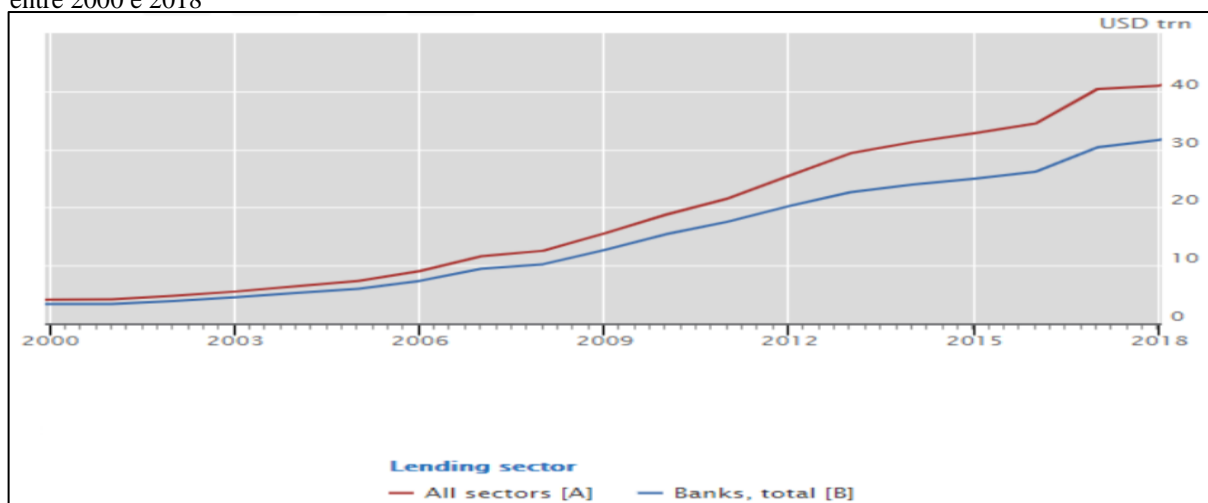
No entanto, no pós-crise, em expressão numérica, a desintermediação bancária global é, relativamente, mais acentuada do que sob o parâmetro regional. Isto se explica pela centralidade de atuação da atividade bancária internacional no circuito financeiro das economias avançadas. Deste modo, por terem sido mais afetadas, a alta desalavancagem se refletiu no índice global. Em segundo lugar, justamente pela menor exposição ao setor bancário internacional, as economias domésticas latino-americanas não foram tão afetadas no seu ciclo econômico doméstico em comparação com as economias avançadas. A queda do PIB se agravou, apenas a partir de 2015 (FMI, 2021).

Desta forma, a redução percentual dos *claims* bancários internacionais, na última década, foi o resultado da desaceleração econômica global somado ao aumento de instabilidade política regional. Vale ressaltar, portanto, que não há evidência de que exista uma relação causal

entre os dois fatores de variação da taxa de juros americana e de variação do crédito bancário internacional para o setor privado não-financeiro latino-americano.

Não quer dizer que não tenha ocorrido alterações significativas no financiamento regional. O índice de crédito internacional disponibilizado pelo BIS para as economias de mercado emergente, como mostra a Figura 10, indica que se acentuou a discrepância entre as fontes bancárias e o total de fontes.

FIGURA 10 - Fontes externas de crédito para o setor privado não-financeiro das economias de mercado emergente entre 2000 e 2018



Fonte: BIS, 2021.

Um indicativo de ampliação e diversificação de outras fontes, assim como, pode sugerir que o aumento de emissões brutas esteja associado a um maior número de empresas emissoras na região. Embora, ainda seja preciso atualizar dados e elaborar estudos a este respeito. No que tange à contribuição do setor bancário internacional no novo quadro, ele se limita aos efeitos de migração de capital decorrentes do novo acordo de Basileia III.

3.4. O FIM DO QUANTITATIVE EASING E O MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVO LATINO-AMERICANO E CARIBENHO 2014 - 2018

Após o encerramento pelo FED do Programa de compra de ativos, houve dois hiatos na trajetória de crescimento das emissões brutas, no segundo semestre de 2015 e no segundo semestre de 2018. O primeiro, não se tratou de uma queda isolada do mercado de títulos latino-americano, mas de uma reação global do mercado financeiro a três choques externos naquele ano: a) a própria elevação da taxa de juros dos EUA; b) a desvalorização da moeda chinesa; e, c) a crise no preço do petróleo. Além, da tensão política no Reino Unido, durante as suas

eleições gerais e da crise de dívida grega (MAHMUDOVA, 2015) no cenário europeu. Apesar disso, nos dois anos seguintes, houve o aumento do volume de emissões.

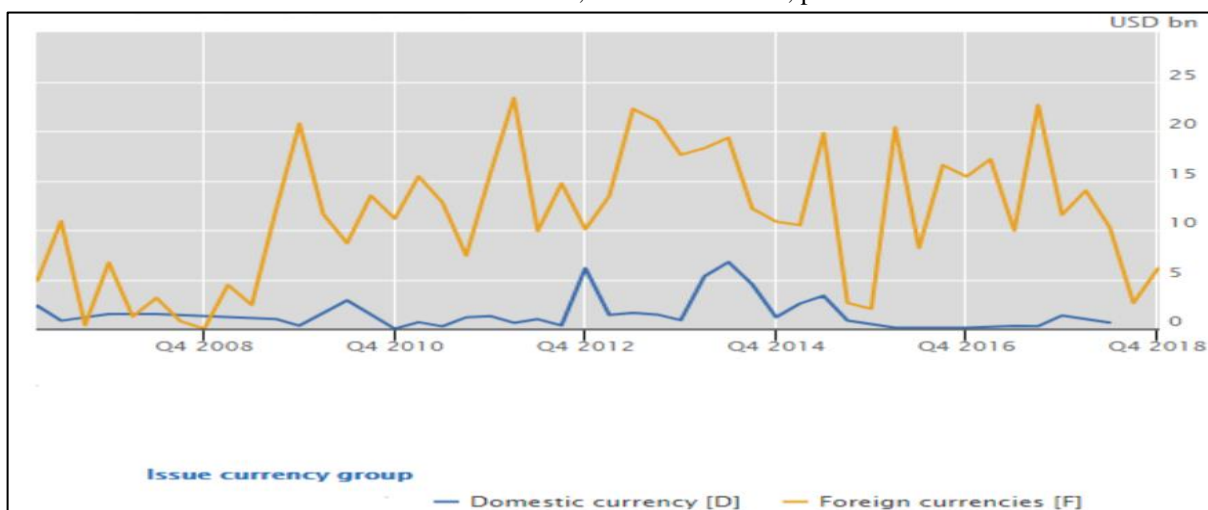
Paralelamente, se nota, no mesmo período, a queda do PIB regional de 1.3% (2014) para 0.4% (2015), que já sofria quedas sucessivas desde 2011, quando saiu de 6.1% (2010) para 4.6% (2011). Em 2016, o índice de crescimento foi agravado com o valor negativo de -0.6%. Embora, no biênio seguinte, tenha se elevado para 1.4% (2018) e 1.1% (2018) (FMI, 2021). Às dificuldades econômicas, se soma o aumento das tensões políticas na região.

O hiato de 2018, se explica, justamente, pela acentuação desse processo ao longo da década. O relatório “*Capital flows to Latinamerica and the Caribbean*” publicado pela CEPAL, em 2018, que faz a análise do comportamento dos investidores do mercado de bônus corporativos, constata que naquele ano, houve uma oscilação brusca do volume de emissões, tendo obtido resultados positivos e negativos no mesmo período.

De fato, nos primeiro e segundo trimestres, o volume emitido foi, respectivamente, de US\$ 14.98 bilhões e US\$ 10.98 bilhões, enquanto nos dois trimestres seguintes, declinou para US\$ 2.60 bilhões e US\$ 6.00 bilhões (BIS, 2021). A este aumento de instabilidade, o relatório associa a elevação crescente da *Federal Funds Rate*, ao aumento da percepção de risco dos mercados globais e ao calendário eleitoral a nível doméstico (CEPAL, 2018).

Quando observada a diferença entre o volume de emissões em moeda doméstica e moeda estrangeira na Figura 11, a reação de mercado à instabilidade regional se torna mais evidente.

FIGURA 11 - Divisão monetária das emissões de títulos do setor corporativo não-financeiro da América Latina e Caribe no mercado internacional entre 2007 e 2018, valores trimestrais, por nacionalidade do emissor.



Fonte: BIS, 2021.

Analiticamente, se distingue três períodos: a) entre 2008 e 2010, o período mais imediato da crise, em que as emissões em moeda doméstica foram insignificantes em relação ao volume em moeda estrangeira, em vista da busca por segurança e liquidez dos investidores frente ao alto nível de incerteza; b) entre 2011 e o segundo semestre de 2015, quando houve o aumento, em proporção inédita, das emissões em moeda doméstica, com relativa estabilidade ao longo dos anos. Destaque para 2014, que em seus três primeiros trimestres, teve um alto volume de emissões, respectivamente, de US\$ 5.31 bilhões, US\$ 6.75 bilhões e US\$ 4.51 bilhões, em contraste com os \$ 1.18 bilhões do seu último trimestre, provocado pelo aperto monetário dos EUA; e, c) entre o terceiro trimestre de 2015 e o último de 2018, período de queda brusca do volume de títulos em moeda doméstica, tendo se tornado frequente, o patamar de US\$ 100 milhões, ou mesmo abaixo. Enquanto, as emissões em moeda estrangeira sofreram uma variação mais ampla (BIS, 2021)

Isto indica que após o fim do QE, a dinâmica política e os indicadores macroeconômicos regionais tiveram um peso maior na decisão de alocação dos investidores, e consequentemente, aumentou a exposição do mercado de títulos corporativo latino-americano à instabilidade regional.

3.5 OBSERVAÇÕES

No âmbito doméstico, as fontes de financiamento estão relacionadas de forma concorrencial. Por exemplo, o aumento de empresas que recorrem ao mercado de títulos corporativos, implica na redução da demanda pelo crédito bancário doméstico. Mas, no âmbito internacional, esta transferência não é automática e direta. Não apenas, pela complexidade da integração entre os vários setores da economia financeira internacional, mas, também porque os credores internacionais, de modo geral, estabelecem parâmetros similares de avaliação do risco, levando em consideração os indicadores macroeconômicos de estabilidade e crescimento e a liquidez monetária.

Inclusive, nesse processo, as avaliações são feitas por blocos regionais, tendo em vista que a possibilidade de que uma crise doméstica se transforme, rapidamente, em uma crise regional. Por isso, os deslocamentos de capital têm um caráter global, e totalizante, no âmbito dos vários sistemas de financiamento. Uma região, bem classificada, é atraente tanto para os credores bancários quanto para o mercado de capitais.

Por isso, se constata que os anos de crescimento do mercado de capitais latino-americano anteriores à crise (2005-2007) coincidem com o auge da participação dos bancos

internacionais na década de 2000, na região. A estabilidade regional e o crescimento econômico, em um ambiente externo de alta liquidez, se coadunaram.

No entanto, a partir da crise, há um período de descoincidência entre as duas trajetórias, quando, de fato, a desalavancagem global favoreceu o deslocamento para os mercados emergentes de capital. Nesse contexto, a América Latina, mais que os outros polos de mercado emergente, se destacou por sua característica de atrair o capital rentista, em função dos juros altos e da relativa estabilidade. Enquanto, por outro lado, não sofreu tanto o efeito da desalavancagem financeira quanto as economias mais avançadas em seu processo de financeirização.

Contudo, o fim do QE, significou a retirada do imperativo externo sobre o comportamento dos investidores, tendo retornado a tendência de oscilação do volume de emissões, somada à deficiência de transações transfronteiriças entre bancos internacionais e o setor privado regional. Neste contexto, a instabilidade política regional e o déficit de crescimento econômico passam a exercer um peso maior na decisão de alocação dos investidores e em geral, no acesso às fontes externas.

Por sua vez, o agravamento das dificuldades regionais reflete a desaceleração do crescimento econômico global e da piora das condições de manutenção da estabilidade. De toda forma, implica uma maior exposição à fuga de capitais. Outro ponto de análise, está no fato das emissões em moeda doméstica terem sido mais afetadas do que aquelas em moeda estrangeira, como uma manifestação do peso da hierarquia monetária. Para as economias periféricas, quanto menor é a perspectiva de crescimento, maior é a dependência de reservas em moeda estrangeira, e proporcionalmente, também maior, a dificuldade de emitir em moeda própria.

Em face disso, se observa que embora o crescimento do mercado de títulos, nesta fase recente, tenha proporcionado o aprofundamento do uso do mercado de capitais como fonte diversa de financiamento, também tornou evidente a natureza transitória dos influxos, a acentuação da dependência das economias latino-americanas aos capitais de curto prazo e a preponderância dos fatores externos na indução das entradas e saídas de capitais.

3.5.1 Inserção Periférica

Se conclui, portanto, que o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos não-financeiro está entrelaçado a um processo de mão dupla: por um lado, é parte de uma adaptação natural e benéfica das economias periféricas ao capitalismo de mercado avançado, por outro

lado, está condicionado à estrutura monetária do SMFI que favorece as economias centrais. O resultado é a inserção assimétrica em relação às economias emissoras de moedas líquidas.

Haja vista, os principais períodos de queda acentuada das suas emissões, em 2013 e 2015, foram tracionados pela fuga de capitais em direção à segurança dos títulos do Tesouro. Uma ilustração da trágica condição sob a qual as autoridades gestoras das economias em desenvolvimento operam: a inconstância do crescimento, ditado pelos fatores exógenos, e a dificuldade inerente de superação, uma vez que, o desenvolvimento produtivo-tecnológico exige o abastecimento de fontes estáveis de capital.

Ocampo (2001) faz a síntese analítica da assimetria no uso das expressões *business cycle makers* e *business cycle takers*:

Boom-bust cycles have different effects in different countries due to some basic asymmetries that characterize the world economy. These asymmetries have largely (though not exclusively) center-periphery dimensions. The first is basically macroeconomic. Broadly speaking, the center generates the global shocks (in terms of economic activity, financial flows, commodity prices and the instability of the exchange rates of major currencies), to which developing countries must respond and adjust. Such shocks include sharp fluctuations in capital flows to developing countries, partly as a response to the perceived opportunities and risks of investing in them. Moreover, owing to differences in diversification of the economies involved, both trade [...] and capital-account shocks tend to be larger in the periphery. Put succinctly, whereas the center economies – particularly the largest among them – are “business-cycle makers”, the developing countries (the “periphery”, in this framework) are “business-cycle takers” (p.10).

Desta forma, a facilidade de acesso ao financiamento externo da região depende do ciclo econômico doméstico das economias centrais, sobretudo, dos Estados Unidos, tendo em vista que, as escolhas do FED se orientam pelos índices de inflação e de emprego.

Não obstante, a cada novo ciclo de liquidez internacional, ocorre o avanço da integração das economias periféricas com o circuito financeiro internacional, de tal forma, que o patamar do volume acumulado de títulos emitidos será sempre maior no presente do que no passado. O problema fundamental é que a abertura financeira não implica, segundo Carneiro, “o desenvolvimento, nas economias periféricas, de forças superiores de organização do capital” (2006, p.14).

No entanto, à obstrução estrutural e permanente, resta a alternativa da busca pela autonomia. No caso da América Latina e Caribe, pode ser alcançada, à medida que as iniciativas de cooperação e integração regional, no âmbito do multilateralismo, tenham êxito em estimular

o comércio e o investimento intrarregional, e, mais especificamente, na esfera financeira, o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

CONCLUSÃO

Em meio ao processo de multiplicação das quase-moedas no mercado financeiro, e do deslocamento transnacional dos fluxos de capitais, a assimetria monetária continua a ser o parâmetro essencial de decisão de alocação de portfólio dos investidores. Guiados pelo desejo de segurança, nos momentos de pessimismo, ou pela busca de maiores rendimentos, nos momentos de otimismo, são induzidos a ter sempre em conta a liquidez das moedas centrais no horizonte incerto do futuro.

Esta condição é inerente da repartição estatal do sistema internacional. Podendo deixar de assim o ser, apenas, quando houver uma entidade supranacional, emissora de moeda supranacional, que substitua este sistema.

No espectro da hierarquia monetária, isto significa que quanto maior for a instabilidade sistêmica, mais se reforça a busca pelos dólares, o que torna a economia americana resiliente às desvalorizações ocasionais que ocorrem no SMFI. Além disso, implica que tendo se tornado o parâmetro de liquidez dos diversos instrumentos financeiros, através da diferença entre as taxas de juros, a política monetária dos EUA pode determinar a direção dos fluxos de capitais.

Em relação às economias periféricas, em especial, à América Latina e Caribe, se nota que antes mesmo do advento da “nova economia”, a hierarquia monetária foi sempre a matriz estrutural da sua restrição de acesso ao capital internacional. À incapacidade de endividamento em moeda doméstica, se associa o risco de *currency mismatch* e a imposição de condicionalidades rígidas de concessão de crédito externo.

Não obstante, o advento da financeirização, reforçou, por outras vias, o peso da hierarquia. A principal dela, foi, justamente, a condicionalidade do abastecimento de capitais – de curto prazo – à orientação de política monetária dos EUA. Em última instância, isto sinaliza para o atrelamento do crescimento econômico latino-americano e caribenho ao ciclo econômico doméstico dos EUA e, secundariamente, das economias desenvolvidas.

Veja que no processo histórico, a dependência dos fluxos externos de curto prazo se deu como o resultado da ausência de um fluxo constante de investimentos, decorrentes, da falta de demanda externa pelas suas divisas. Ou seja, em razão da assimetria monetária, foi necessário um maior comprometimento com o capital externo, cujo resultado foi o agravamento, da condição primária.

Contudo, a participação do setor privado regional no mercado internacional de capitais, ainda está limitada a poucos setores. Mas, a tendência é que isto seja ampliado, assim como, que os títulos de dívida se tornem instrumentos financeiros mais populares entre os investidores

domésticos e internacionais. Os riscos e benefícios associados a essa evolução dependerão da proporcionalidade de participação no mercado internacional e no mercado doméstico.

Outro subproduto da financeirização, foi o aumento de exposição aos choques externos decorrentes de crises políticas e/ou econômicas em outras partes do mundo, e também, aos fatores políticos e econômicos de instabilidade doméstica e/ou regional, que resulta na fuga de capitais.

No quadro que se estabelece, a indicação de dificuldades estruturais sugere, portanto, a irreversibilidade e o agravamento do processo. Contudo, a natureza pessimista desta avaliação deve ser contrabalanceada pela manutenção prudencial das altas reservas estrangeiras, assim como, pela perspectiva de desenvolvimento do mercado doméstico de capitais.

Apesar das obstruções às emissões em moeda doméstica, o voluntarismo político e o êxito da cooperação regional, deve minimizar, no longo prazo, a vinculação do crescimento doméstico aos capitais voláteis e à política monetária dos EUA. Contudo, o seu fracasso, significa o aumento da sensibilidade regional aos impositivos externos, e à dependência de dólares.

Por fim, é preciso coadunar o estímulo às emissões domésticas com o aperfeiçoamento da planta produtiva, no âmbito doméstico. Sem que haja um crescimento sustentado da economia real, pautado pela industrialização e pelo desenvolvimento tecnológico, será reforçada a sazonalidade do crescimento, à base de capitais pouco eficientes para a consecução dos interesses domésticos.

REFERÊNCIAS

ALIBER, ROBERT Z.; KINDLEBERGER, Charlie P. **Manias, pânico e crises: a história das catástrofes econômicas mundiais**. São Paulo: Saraiva, 2013.

AKERLOF, George; SHILLER, Robert. Confiança e seus multiplicadores. In: _____. **O espírito animal: como a psicologia humana impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

AKHTAR, Mahmūd A. **Understanding open market operations**. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1997. Disponível em: <<https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/aggreg/meeks.pdf>>. Acesso em: 03 nov. 2020.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. **Guide to the international financial statistics**. Basileia, 2009. Disponível em: <<https://www.bis.org/statistics/intfinstatsguide.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS; EUROPEAN CENTRAL BANK-ECB; INTERNATIONAL MONETARY FUND – FMI. **Handbook on securities statistics**. Washington: FMI, 2015. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/pdf/hss.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

BENNEY, Tabitha M.; COHEN, Benjamin J. What does the international currency system really look like? **Review of International Political Economy**, 2013. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/261698623_What_does_the_international_currency_system_really_look_like>. Acesso em: 17 jan. 2021.

BERNANKE, Ben. **The Economic outlook**: hearing before the Joint Economic Committee Congress of the United States. Washington: U.S. Government Printing Office, 2013. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-113shrg81472/pdf/CHRG-113shrg81472.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

BERTAUT, Carol C. POUNDER, Laurie. The financial crisis and U.S. cross-border financial flows. **Federal Reserve Bulletin**, nov/2009. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/pdf/Crossborder09.pdf>>. Acesso em: 22 jan. 2021.

BIS. **Basel III**: international regulatory framework for banks, [S.d.]. Disponível em: <<https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>>. Acesso em 23 jan. 2021.

BIS. BIS Statistics Explorer, 2021. (Banco eletrônico de dados). Disponível em: <<https://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html>>. Acesso em: 09. fev. 2021.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM – FED. **Credit liquidity programs and the balance sheet**, 2019. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm>. Acesso em: 21 jan. 2021.

BRAGA, José Carlos de S. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da C. (org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. 7 ed. Petropolis: Vozes, 2017.

BROCK, Thomas. Taper Tantrum. **Investopedia**. [S.l.], 13 out. 2020. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/t/taper-tantrum.asp>>. Acesso em 23 jan. 2021.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Texto para Discussão**, Campinas, n.120, abr/2006. Disponível em: <<http://centrocelsofurtado.com.br/arquivos/image/201108311529260.CARNEIRO4.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2019.

CLINE, William R. International Debt: The past quarter century and future prospects. In: **C. Fred Bergsten and the world economy**. [S.l.]: Peterson Institute for International Economics, 2006. Disponível em: <https://piie.com/publications/chapters_preview/3979/11ie3979.pdf>. Acesso em: 4 dez. 2020.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE - Cepal. **Capital flows to Latin America and the Caribbean**. Santiago: oficina de Washington, 2018. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/43747/1/S1800692_en.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2019.

DE CONTI, Bruno; PHILON, Dominique; PRATES, Daniela M. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.23, n.2, p.341 – 372, ago. /2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v23n2/0104-0618-ecos-23-02-0341.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2019

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance, and original sin: why they are not the same and why it matters. **National Bureau of Economic Research**, Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies:

Policies, Practices and Consequences, p. 121 – 169, mai./2007. Disponível em: <<https://www.nber.org/chapters/c0150.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2019

EICHENGREEN, Barry. **Privilégio exorbitante**: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FFRENCH – DAVIS, Ricardo; MUÑOZ, Oscar; PALMA, José Gabriel. As economias latino-americanas, 1950 – 1990. In: BETHELL, Leslie. **História da América Latina**. São Paulo: Edusp, 2017. V.6, A América Latina após 1930 – economia e sociedade.

FRED ECONOMIC DATA, 2021 (Plataforma digital do Federal Reserve Bank of St. Louis). Disponível em: < <https://fred.stlouisfed.org/>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, 2021. (Plataforma digital). Disponível em:<https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>. Acesso em: 27 jan. 2021.

HANCOCK, Gigi; TENDULKAR, Rohini. **Corporate bond markets**. [S.l.]: Iosco, 2017. v.1, a global perspective. Disponível em: <http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/affairs/AffairsIOSCO/201404/P020140416491216873317.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2021.

HERRERA, Felipe. **O desenvolvimento da América Latina e seu financiamento**. [S.l.]: APEC, 1968.

IOSCO. **The development of corporate bond markets in emerging market countries**. [S.l.], 2002. Disponível em: < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd127.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

IOSCO. **Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators**. [S.l.], 2019. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

IOSCO. **Development of emerging capital markets: opportunities, challenges and solutions**. [S.l.], 2020. Disponível em: < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD663.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.

KEY events for the FED in 2013: the year of the ‘Taper Tantrum’. **Reuters**. [S.l.], 11 jan. 2019. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-2013-timeline-idUSKCN1P52A8>>. Acesso em: 22 jan. 2021.

LAPLANE, Ezequiel Greco. **Hierarquia de moedas e soberania monetária**: uma primeira aproximação. Campinas: Unicamp, 2016. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2016/submissao/files_I/i7eee4fa1bd86ad67c66ca6e418af98471.pdf>. Acesso em: 10 out. 2019.

MAHMUDOVA, Anora. The events that rocked financial markets in 2015. **Market Watch**. [S.l.], 22 dez. 2021. Disponível em: <<https://www.marketwatch.com/story/the-events-that-rocked-financial-markets-in-2015-2015-12-22#>>. Acesso em: 24 jan. 2021.

MCCAULEY, Robert N. **Financial deglobalization in banking?** [S.l.]: BIS, 2017. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/work650.pdf>>. Acesso em 26. 01.2021

MCCAULEY, Robert N.; MCGUIRE, Patrick; SUSHKO, Vladyslav. Dollar credit to emerging market economies. **BIS Quarterly Review**, dez/2015. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1512e.pdf>. Acesso em: 26 jan. 2021.

MEDEIROS, Carlos A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da C. (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. 7 ed. Petropolis: Vozes, 2017.

MELIN, Eduardo; TAVARES, Maria da C. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da C. (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. 7 ed. Petrópolis: Vozes, 2017.

OCAMPO, Antônio José. **International asymmetries and the design of the international financial system**. Santiago: CEPAL, 2001. Disponível em: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/7776/1/S01040327_en.pdf. Acesso em: 18 jan. 2021.

PANIZZA, Ugo *et alli*. Corporate debt in emerging market economies: a threat to financial stability? **Committee on International Economic Policy and Reform**, set/2015. Disponível em: <<http://prasad.aem.cornell.edu/doc/CIEPR2015CorporateDebtinEMs.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

SHIN, Hyun Song. **The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies**. In: Prospects for Asia and the global economy: Asia Economic Policy

Conference, 2013. Disponível em: <<https://www.frbsf.org/economic-research/files/Shin-AEPC2013.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

SHIN, Hyun S. **External dimension of monetary policy**. Washington DC, Remarks at the Board of Governors of the Federal Reserve System conference “Monetary policy implementation and transmission in post-crisis period”, 13 nov. 2015. BIS. Disponível em: <<https://www.bis.org/speeches/sp151113.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

STIGLITZ, Joseph E; GREENWALD, Bruce. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

TENDULKAR, Rohini. **Corporate bond markets**. [S.l.]: Iosco, 2015. v.2, an emerging markets perspective. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD510.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2021.